



El Mercado Alternativo Bursátil: Una Oportunidad para Andalucía

María José Palacín Sánchez
Carmen Pérez López
Antonio de la Torre Gallegos
Félix Jiménez Naharro

El Mercado Alternativo Bursátil: Una Oportunidad para Andalucía

María José Palacín Sánchez, Codirectora (Universidad de Sevilla)

Carmen Pérez López, Codirectora (Universidad de Sevilla)

Antonio de la Torre Gallegos (Universidad de Sevilla)

Félix Jiménez Naharro (Universidad de Sevilla)



CEA Confederación de
Empresarios de Andalucía

Colabora:



El Mercado Alternativo Bursátil: Una Oportunidad para Andalucía

AUTORES

María José Palacín Sánchez, *Codirectora* (Universidad de Sevilla)

Carmen Pérez López, *Codirectora* (Universidad de Sevilla)

Antonio de la Torre Gallegos (Universidad de Sevilla)

Félix Jiménez Naharro (Universidad de Sevilla)

EDITA

Escuela Andaluza de Economía



DISEÑO Y MAQUETACIÓN

Micrapel

IMPRIME

www.micrapel.com

DEPÓSITO LEGAL: SE 267-2010

ISBN: 978-84-937594-4-5

Presentación

La Confederación de Empresarios de Andalucía y la Escuela Andaluza de Economía promueven iniciativas para el estímulo de la cultura de empresa y la mentalidad emprendedora en la sociedad andaluza. Ante la coyuntura de crisis actual, nuestro objetivo es desarrollar actuaciones que contribuyan a reanimar la actividad económica y a restablecer la confianza en la sociedad.

A lo largo de estos años, la Escuela Andaluza de Economía, con la colaboración de la Consejería de Economía y Hacienda, se ha posicionado como foro permanente y cualificado de opinión y debate, y ha sido, al mismo tiempo, referente de opinión económica y empresarial y canal de difusión de nuevos planteamientos e ideas sobre cuestiones de interés que inciden en el desarrollo socioeconómico de Andalucía.

Entre sus diversas actividades, la Escuela Andaluza de Economía publica estudios relativos a la economía y sociedad andaluza, como el que aquí se presenta, con la finalidad de trasladar a la sociedad andaluza y a sus instituciones propuestas sobre la realidad económica y empresarial de Andalucía.

Santiago Herrero León
Presidente de la Confederación de Empresarios de Andalucía

El estudio sobre **“EL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL: UNA OPORTUNIDAD PARA ANDALUCÍA”**, ha sido realizado dentro del programa de actividades que la Escuela Andaluza de Economía viene desarrollando en colaboración con la Consejería de Economía y Hacienda de la Junta de Andalucía, con el fin de contribuir activamente al conocimiento y análisis de los temas de interés general que inciden en el desarrollo económico y progreso social de Andalucía.

Este estudio hace referencia a la reciente creación en España del Mercado Alternativo Bursátil (MAB) para empresas en expansión, un segmento del mercado especialmente enfocado a PYMES. Con este trabajo se trata de dar respuestas a numerosos interrogantes relativos al mismo en tres fases sucesivas: En primer lugar: ¿qué son los mercados financieros bursátiles alternativos en general?; en segundo término: ¿cómo va a funcionar el nuestro, el mercado alternativo bursátil español?; y finalmente: ¿cómo son y qué resultados vienen obteniendo otros mercados alternativos europeos similares?

El estudio de este mercado no se limita a una óptica teórica, sino que también ha investigado, desde una perspectiva empírica, sobre la oportunidad que puede significar este nuevo mercado para las empresas andaluzas. Un primer análisis permite determinar cuáles serían las empresas andaluzas posibles usuarias de este mercado alternativo bursátil; y en un segundo análisis también se ha querido conocer qué opinan ellas, las empresas destinatarias de este mercado, al respecto. En definitiva, el trabajo permite tanto conocer este mercado como establecer la importancia potencial del mismo para las empresas andaluzas.

El estudio que sigue ha sido elaborado por el Departamento de Economía Financiera y Dirección de Operaciones de la Universidad de Sevilla, concretamente por los profesores y profesoras, doctores y doctoras, María José Palacín Sánchez, Carmen Pérez López, Antonio de la Torre Gallegos y Félix Jiménez Naharro, bajo la supervisión del profesor Dr. Manuel Ángel Martín López, que ha desempeñado la coordinación con la Escuela Andaluza de Economía.

Para la Escuela Andaluza de Economía es una satisfacción poder presentar este trabajo y contribuir con él al desarrollo económico, empresarial y social de Andalucía.

Índice

| | |
|---|-----------|
| INTRODUCCIÓN..... | 11 |
| I. LOS MERCADOS ALTERNATIVOS BURSÁTILES PARA EMPRESAS DE REDUCIDA CAPITALIZACIÓN..... | 15 |
| 1.1. Introducción | 17 |
| 1.2. Los Mercados Alternativos Bursátiles: Definición y Características..... | 18 |
| 1.3. Ventajas de los Mercados Alternativos para las Empresas..... | 19 |
| 1.4. Ventajas de los Mercados Alternativos Bursátiles para otros agentes de la Economía..... | 23 |
| 1.5. Exigencias de los Mercados Alternativos Bursátiles para las Empresas | 25 |
| 1.6. Antevenio: un ejemplo de PYME Española que cotiza en un Mercado Alternativo Bursátil..... | 26 |
| 2. EL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL ESPAÑOL..... | 29 |
| 2.1. Introducción | 31 |
| 2.2. El Segundo Mercado: Antecedente del Mab Español..... | 32 |
| 2.3. Requisitos, Procedimiento de incorporación, exclusión e información a suministrar al Mercado Alternativo Bursátil Español..... | 35 |
| 2.3.1. Requisitos de Incorporación | 35 |
| 2.3.2. Procedimiento de Incorporación | 39 |
| 2.3.3. Exclusión de Valores..... | 41 |
| 2.3.4. Información a Suministrar..... | 42 |
| 2.4. NORMAS DE CONTRATACIÓN | 45 |
| 2.4.1. Operaciones Válidas..... | 46 |
| 2.4.2. La contratación | 46 |
| 2.4.3. Formación de Precios..... | 47 |
| 2.4.4. Difusión Información..... | 48 |
| 2.4.5. Bloques | 49 |
| 2.4.6. Operaciones Especiales..... | 50 |
| 2.4.7. Suspensión de contratación y paradas técnicas..... | 52 |
| 2.5. LOS ASESORES REGISTRADOS Y EL CONTRATO DE LIQUIDEZ..... | 52 |
| 2.5.1. Los asesores registrados..... | 53 |
| 2.5.2. El Proveedor de liquidez..... | 57 |
| 2.5.2.1. El Contrato de liquidez..... | 59 |

| | |
|--|------------|
| 3. MERCADOS ALTERNATIVOS BURSÁTILES EN EL CONTEXTO INTERNACIONAL..... | 61 |
| 3.1. Introducción | 63 |
| 3.2. El Mercado AIM Inglés..... | 64 |
| 3.2.1 Características del Mercado y requisitos que exigen | 64 |
| 3.2.2. Información financiera y bursátil sobre el mercado AIM | 67 |
| 3.3. El Mercado Alternext | 71 |
| 3.3.1 Características del Mercado y requisitos se exigen..... | 71 |
| 3.3.2. Información financiera y bursátil sobre el mercado Alternext | 73 |
| 3.4. Mercados Alternativos Bursátiles en la Unión Europea. Una comparación entre Mab,Aim y Alternext..... | 76 |
| 3.5. La Experiencia de Empresas Españolas en los Mercados Alternativos Bursátiles dentro de la Unión Europea | 80 |
| 4. EMPRESAS ANDALUZAS CON OPCIONES PARA COTIZAR EN EL MAB: ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO | 83 |
| 4.1. Introducción | 85 |
| 4.2. Estudio de la Estructura Económica de las Empresas Andaluzas con opciones en el Mab..... | 91 |
| 4.3. Estudio de la Estructura Financiera de las Empresas Andaluzas con opciones en el Mab..... | 102 |
| 4.4. Estudio de la Rentabilidad de las Empresas Andaluzas con opciones en el Mab | 112 |
| 4.5. Consideraciones Finales | 121 |
| 5. ANÁLISIS EMPÍRICO SOBRE LAS POSIBILIDADES DEL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL EN ANDALUCÍA | 123 |
| 5.1. Introducción | 125 |
| 5.2. La encuesta sobre la financiación de la Empresa Andaluza | 125 |
| 5.2.1. Datos básicos de la empresa | 126 |
| 5.2.2. Preguntas relativas a la financiación de la empresa | 126 |
| 5.2.3. Preguntas específicas acerca del Mercado Alternativo Bursátil español..... | 127 |
| 5.2.4. Otras cuestiones relacionadas con la Dirección Financiera de la empresa | 128 |
| 5.3. El proceso de realización de la encuesta | 129 |
| 5.4. Análisis de resultados | 130 |
| 5.5. Otras cuestiones relativas a la Dirección Financiera de la empresa | 143 |

| | |
|---|-----|
| 6. CONSIDERACIONES FINALES | 144 |
| 7. BIBLIOGRAFÍA | 155 |
| 8. ANEXOS..... | 159 |
| ANEXO 1. CIRCULAR 1/2008 MAB..... | 161 |
| ANEXO 2. CIRCULAR 2/2007 MAB..... | 166 |
| ANEXO 3. CIRCULAR 2/2008 MAB..... | 170 |
| ANEXO 4. CIRCULAR 1/2008 MAB DE 22 DE ENERO | 172 |
| ANEXO 5. ASESORES REGISTRADOS EN ESPAÑA..... | 175 |
| ANEXO 6. ENCUESTA A LAS EMPRESAS ANDALUZAS..... | 176 |
| LISTADO DE TABLAS Y FIGURAS | 181 |

Introducción

Una parte muy importante del tejido empresarial andaluz está constituido por empresas de tamaño medio y pequeño (PYMES). Las PYMES necesitan recursos a largo plazo para poder desarrollarse en un entorno cada vez más competitivo. Las PYMES andaluzas, al igual que el resto de las españolas, consiguen una parte importante de su financiación externa del sistema bancario. Para las empresas la dependencia de los fondos obtenidos a través de préstamos a medio y corto plazo les supone una gran supeditación a las condiciones que les imponen las instituciones y las hace muy vulnerables cuando surgen problemas de liquidez y solvencia. Además, ésta resulta claramente insuficiente y muy cara cuando las empresas inician la actividad, quieren emprender ambiciosos proyectos de expansión o se encuentran en sectores de innovación. Por ello, en estas situaciones puede ser una buena alternativa para obtener financiación recurrir directamente a los mercados bursátiles.

Para las PYMES siguen siendo válidas las razones que tradicionalmente se han esgrimido sobre las ventajas que supone la posibilidad de acceso a la financiación bursátil: obtener capitales permanentes a coste de mercado, mantener una adecuada relación entre recursos propios y ajenos, disponer de una valoración objetiva de los títulos de la empresa, aumentar la proyección externa de los títulos de la empresa, etc. En los últimos tiempos se aprecian cambios en los mercados de valores internacionales y españoles, en el sentido de que se van generando fórmulas para facilitar la financiación directa de las empresas a través de las bolsas, con la consiguiente pérdida de peso de los intermediarios financieros.

En España, se ha creado recientemente el Mercado Alternativo Bursátil para empresas en expansión, un segmento del mercado especialmente enfocado a PYMES, con una regulación sencilla y adaptada a este tipo de empresas. Este mercado se alinea con otros mercados creados en Europa para conseguir suplir esta deficiencia a la que se enfrentan las PYMES a la hora de obtener recursos. Para que este mercado funcione deberá superar las tradicionales reticencias de las PYMES españolas a cotizar en bolsa.

Estudiar este mercado va a ser el objetivo de este trabajo, y no sólo desde una óptica teórica sino también empírica, para llegar a establecer la importancia potencial del mismo para las empresas andaluzas.

Este trabajo nace de la solicitud realizada por parte de la Confederación de Empresarios de Andalucía, CEA, a un grupo de profesores del Departamento de Economía Financiera y Dirección de Operaciones de la Universidad de Sevilla. Concretamente, se nos encomienda un análisis de las oportunidades que la creación de un mercado alternativo bursátil tendrá para las empresas andaluzas.

Los miembros del equipo son profesores de finanzas en la Universidad de Sevilla: María José Palacín Sánchez y Carmen Pérez López (directoras) y Félix Jiménez Naharro y Antonio de la Torre Gallego. Todos tienen un elevado conocimiento de los mercados financieros y de la importante conexión entre el grado de desarrollo de tales mercados y el dinamismo del tejido empresarial.

Para realizar este estudio hemos desarrollado seis capítulos, incluidas las conclusiones, y una serie de anexos. Nuestro objetivo en el capítulo primero ha sido definir de forma general los mercados alternativos bursátiles, especificando sus características y las ventajas que ofrecen a las empresas que acuden a los mismos. Este análisis ha sido completado con la consideración de las ventajas que estos mercados tienen para otros agentes de la economía como los inversores y las entidades de capital riesgo, sin olvidar la importancia de los mismos para el crecimiento económico de un país. Todo ello nos ha permitido profundizar en las razones que incitan a la creación de un mercado especialmente diseñado para las pequeñas y medianas empresas. No obstante, en este análisis preliminar de los mercados alternativos también hemos sido realistas precisando aquellas exigencias a las que deben someterse las empresas presentes en los mismos, exigencias que si no son aceptadas dificultarían el salto a dicho mercado.

En el capítulo segundo nos centramos en el estudio del Mercado Alternativo Bursátil Español (MAB). Al respecto, hemos de señalar que esta iniciativa no es nueva en nuestro país y que ya en 1986 se estableció la normativa necesaria para que empezara a funcionar de forma regulada lo que se denominó el Segundo Mercado. Sin embargo, los resultados obtenidos no fueron los esperados. En este capítulo, vamos a recordar sus principales características así como el grado de actividad que ha mantenido durante estos últimos años y las causas fundamentales para que éste no haya sido el que se hubiere deseado.

Una vez cubierta esta etapa histórica, expondremos los aspectos fundamentales de la normativa relativa al nuevo modelo, el modelo de mercado español para este segmento específico de negociación dirigido a empresas de reducido tamaño que se encuentran en fase de expansión. Dicha normativa viene recogida en una serie de circulares publicadas por el MAB a principios de 2008. Para desarrollar esta labor, nos detendremos en tres grandes aspectos.

En primer lugar, detallaremos los requisitos necesarios a la hora de la incorporación de las empresas a este nuevo mercado de negociación. Además, veremos las fases que constituyen el procedimiento de incorporación y los aspectos más destacados a la hora de la exclusión de valores del Mercado. Este bloque concluirá con el análisis de la información que tienen que presentar las empresas en el momento de la entrada y durante todo el tiempo que permanezcan cotizando.

En segundo lugar, abordaremos la normativa relativa a la contratación resaltando los aspectos más interesantes: principalmente, las operaciones, la entrada de órdenes, la formación de precios, la modalidad de contratación por bloques, las operaciones especiales y las principales causas que conllevan la suspensión de la contratación y las paradas técnicas.

En tercer lugar, analizaremos con mayor profundidad dos figuras que, aunque quedan mencionadas en los apartados precedentes, por la novedad que suponen y por la importancia que tienen para este Mercado merecen una atención diferenciada; nos referimos a los Asesores Registrados y al Proveedor de Liquidez.

Tras el análisis detallado del Mercado Alternativo Bursátil español se hace necesario el estudio de estos mercados en el ámbito internacional, al objeto de apreciar el grado de desarrollo alcanzado por los mismos. Esto nos dará una idea sobre las posibilidades reales del MAB español. Si bien es cierto que a nivel internacional existen multitud de mercados de valores destinados a empresas pequeñas y medianas, nosotros nos vamos a centrar en los que comparten más similitudes con el español, tanto de funcionamiento como geográficas, como son el mercado inglés (AIM), que funciona desde 1995, y el mercado francés (Alternext), creado en 2005. De hecho, en muchos aspectos el MAB español se ha creado a imagen y semejanza de dichos mercados.

En dicho capítulo nuestro objetivo es doble. Por un lado, describir las características más importantes y las cifras más relevantes de estos mercados. Y por otro lado, comparar estos dos mercados con el español identificando similitudes y diferencias. Es necesario tener presente que la convivencia de varios mercados para PYMES europeos va a obligar a que las empresas que decidan usar tales servicios deban estudiar de manera concienzuda qué mercado les interesa más según sus planes de expansión e internacionalización, sector en el que operan, moneda en la que quieren cotizar, etc. No obstante, en estos mercados el factor local y la proximidad suelen ser muy importantes.

En el capítulo cuarto, y una vez que ya hemos analizado la figura del Mercado Alternativo Bursátil español, se hace necesario un cambio de perspectiva para considerar las oportunidades que puede ofrecer el mismo a las empresas andaluzas. El objetivo de este capítulo es identificar las empresas andaluzas que potencialmente podrían tener acceso a dicho mercado. Para seleccionar tales empresas partimos de la base de datos SABI y establecemos una serie de condiciones que pensamos que deberían cumplir las que pretendan dar el salto al MAB. Una vez elegidas las empresas realizamos un estudio de su estructura económica, financiera y de su rentabilidad, al objeto de apreciar el posicionamiento de las mismas de cara a su salida al mercado.

En el quinto capítulo, y si este mercado llevara años funcionando lo lógico hubiera sido analizar el grado de desarrollo alcanzado, pero dado que el mercado está apenas iniciando su andadura, de hecho todavía ninguna empresa cotiza en él, creemos que lo interesante es conocer cómo se posicionan las empresas andaluzas hacia el mismo. Para ello, hemos realizado una encuesta a las compañías que tendrían más posibilidades en el corto plazo de acceder a dicho mercado. Gracias a dicha encuesta conocemos de primera mano si las empresas ven el MAB como una buena alternativa para obtener financiación, y las ventajas e inconvenientes asociados a salir al mercado.

Además, en dicha encuesta hemos aprovechado para introducir otras cuestiones que nos darán información sobre la problemática financiera de las empresas y la operativa que siguen en sus decisiones de inversión y de financiación. Todo ello nos ayudará a apreciar como gestionan las empresas andaluzas las decisiones financieras, dándonos una idea de la predisposición de las mismas a cotizar en el MAB.

Por último, en el capítulo sexto, exponemos las principales conclusiones que hemos ido obteniendo sobre las oportunidades que la creación de un mercado alternativo bursátil tendrá para las empresas andaluzas, gracias al estudio realizado en los capítulos anteriores.

En relación a las fuentes de información, una vía de obtención fundamental ha sido la consulta a la página web del Mercado Alternativo Bursátil (<http://www.bolsasymercados.es/mab>), y las páginas web del resto de los mercados internacionales analizados (AIM y Alternext).

Por último, hemos utilizado la potente base de datos SABI, habida cuenta que en ella se hallan incluidas muchas de las entidades andaluzas objeto de análisis.

Los miembros del MAB se interesaron desde el principio por nuestro trabajo y nos ofrecieron toda la información disponible. Además, las conversaciones mantenidas con sus directivos nos han permitido tomar el pulso a este mercado. A todos ellos, nuestro agradecimiento.

Sólo nos queda mencionar a todos aquellos directivos de las empresas andaluzas que de manera desinteresada han colaborado en este trabajo a través de la realización de la encuesta. A todos ellos muchas gracias porque nos han permitido ofrecer una visión más completa de las posibilidades de este mercado.

Esperamos que el estudio consiga el objetivo propuesto, que no es otro que analizar las oportunidades que la creación de un mercado alternativo bursátil tendrá para las empresas andaluzas.

1

Los Mercados Alternativos Bursátiles para Empresas de Reducida Capitalización

I. Los Mercados Alternativos Bursátiles para Empresas de Reducida Capitalización

I.1. Introducción

Uno de los problemas tradicionales que presentan las pequeñas y medianas empresas (PYMES) para desarrollarse de manera óptima es la dificultad de acceso a la financiación. De hecho, en una encuesta reciente se ha obtenido que un 14% de las PYMES europeas (pertenecientes a los quince primeros países miembros de la Unión Europea) consideran que el principal aspecto para asegurar el desarrollo de su empresa es tener un acceso adecuado a la financiación¹.

Por ello, mejorar el acceso a la financiación de las PYMES sigue siendo crucial para impulsar el espíritu emprendedor, la competitividad, la innovación y el crecimiento de la mayoría de las economías, puesto que en muchos de los países las PYMES ocupan un papel preponderante, como es el caso de España.

Las PYMES para acceder a la financiación presentan un doble problema. Por el lado de la oferta persisten las reticencias de muchos inversores o entidades financieras a aportar recursos a las PYMES debido al riesgo más alto que conlleva su actividad. Por el lado de la demanda muchos empresarios necesitan asesoramiento sobre las ventajas y desventajas de las distintas fórmulas de financiación alternativas y sobre la información financiera requerida por los posibles aportantes de recursos.

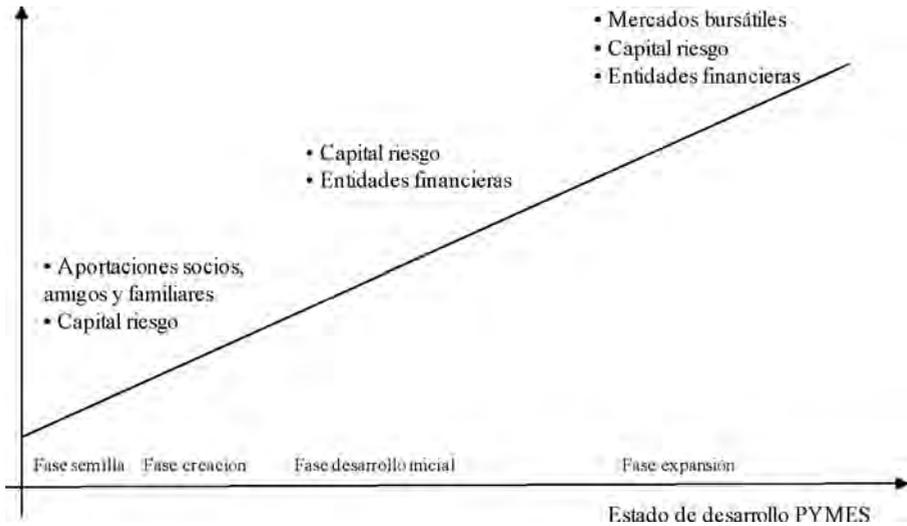
Las alternativas de financiación externa para las PYMES, una vez agotadas las aportaciones de los socios, son básicamente tres: 1) las entidades financieras; 2) las entidades de capital riesgo; y 3) los mercados bursátiles. La financiación bancaria sigue siendo la más utilizada por las PYMES para cubrir sus necesidades financieras, aunque resulta claramente insuficiente y muy cara cuando las empresas quieren iniciar la actividad, emprender ambiciosos proyectos de expansión o se encuentran en sectores con un alto nivel de innovación. En estas situaciones pueden ser buenas alternativas recurrir al capital riesgo para que aporten recursos en los fondos de las empresas, o acudir directamente a los mercados bursátiles para obtener financiación. En la figura I.1. podemos apreciar los distintos recursos financieros a los que tienen acceso las PYMES a lo largo de las diversas fases de su ciclo de vida.

La opción de recurrir a los mercados bursátiles resulta especialmente novedosa para las PYMES, siendo esta fórmula de financiación la que vamos a estudiar a lo largo de este trabajo.

¹ Encuesta del Eurobarómetro, septiembre de 2005.

Los mercados bursátiles son un instrumento básico para que las PYMES que más crecen e innovan, fundamentales para el crecimiento económico de un país, puedan cubrir sus necesidades particulares de financiación. No obstante, el primer mercado de la Bolsa de Valores no resulta adecuado para las PYMES debido a la dificultad que tienen la mayoría de ellas para cumplir la gran cantidad de requisitos y exigencias necesarios para cotizar en él. Además, sufren la competencia directa de los valores de las empresas grandes, que resultan mucho más atractivos para los inversores bursátiles tradicionales.

◆ Figura 1.1.: Fases de desarrollo de la PYME y origen de los recursos



Fuente: Elaboración propia

Por este motivo, la creación de mercados bursátiles alternativos y especiales para las PYMES va a permitir que dichas empresas puedan acceder a la financiación bursátil, al mismo tiempo que cuentan con un sistema de negociación específico, de regulación más flexible y adaptado en mayor medida a las necesidades de estas empresas.

1.2. Los Mercados Alternativos Bursátiles: definición y características

Los mercados alternativos bursátiles son mercados de valores dedicados a empresas de reducida capitalización que buscan expandirse, con una regulación a medida diseñada específicamente para ellas, y unos costes y procesos adaptados a sus peculiaridades.

La reciente creación del Mercado Alternativo Bursátil para Empresas en Expansión (MAB), por parte de Bolsas y Mercados Españoles (BME) responde a este objetivo y se alinea con la pre-

sencia de otros mercados alternativos existentes en otros países de la Unión Europea, como el AIM en Londres, desde 1995, y Alternext en París, desde 2005. La convivencia de varios mercados para PYMES europeos va a obligar a que las empresas que decidan usar tales servicios deban estudiar de manera concienzuda qué mercado les interesa más según sus planes de expansión e internacionalización, sector en el que operan, moneda en la que quieren cotizar, etc. No obstante, en estos mercados el factor local y la proximidad suelen ser muy importantes.

Los mercados alternativos bursátiles presentan las siguientes características:

- a) Tienen un sistema de negociación organizado.
- b) Suelen estar promovidos y controlados por organismos con experiencia. En España está promovido por BME y supervisado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- c) Están dirigido a valores de PYMES. En el caso español está especialmente orientado a valores de la Unión Europea y Latinoamérica.
- d) Para inversores institucionales y particulares.
- e) Proporcionan financiación, visibilidad, liquidez y valoración.
- f) Con un régimen de información y contratación adaptado a las singularidades de este tipo de empresas.

1.3. Ventajas de los Mercados Alternativos para las Empresas

Las principales ventajas de los mercados alternativos bursátiles para las empresas son las siguientes.

- a) *Proporciona notoriedad, prestigio e imagen de marca.*

La cotización en un mercado de valores da prestigio a la empresa, reflejando su solvencia, su transparencia, su proyecto de futuro y la existencia de oportunidades de inversión. Este prestigio es reconocido no sólo por los inversores sino por clientes, proveedores o interlocutores financieros de la compañía. Las consecuencias son, por tanto, relevantes: refuerzo de la posición comercial, mejora en las relaciones con los proveedores, clientes, bancos, etc.

Estos mercados son un medio eficaz para que la empresa aumente su visibilidad frente a clientes e interlocutores financieros, y puede ayudar a diferenciar la compañía de sus competidores.

El interés de los analistas, profesionales e inversores en la información sobre las empresas cotizadas conlleva una presencia en los medios superior al resto de las empresas, sobre todo en la prensa financiera. Esta presencia en los medios de comunicación, que se enmarca en las relaciones externas de la compañía, complementa con gran eficiencia los esfuerzos del marketing y publicidad convencionales. En concreto, el hecho de cotizar en un mercado de

valores aumenta la publicidad de la marca, lo que permite a la empresa reforzar la diferenciación y, por lo tanto, vender más y obtener mejores resultados. Esta mayor difusión de la marca que proporciona el mercado es especialmente relevante para las empresas que producen bienes de consumo o servicios de uso generalizado.

La imagen de la empresa mejora por la continua publicidad que el mercado proporciona y que tiene su eco en los medios de comunicación.

b) *Ventajas financieras.*

Cuando una empresa cotiza en un mercado alternativo amplía el rango de financiación más allá de la proporcionada por los bancos, lo que favorecerá su crecimiento.

En un entorno empresarial cada vez más competitivo, conseguir financiación para realizar los proyectos se ha convertido en uno de los objetivos básicos para la empresa. Una gestión eficaz debe perseguir no sólo la obtención de los recursos necesarios sino el mantenimiento del equilibrio entre fondos propios y ajenos.

Las empresas que coticen en un mercado alternativo pueden obtener, en el momento más adecuado, esta financiación a través de ampliaciones de capital en condiciones muy favorables. Esta financiación a través de recursos propios es, por tanto, imprescindible para aportar a la expansión de la empresa características de solidez, flexibilidad y reducción del riesgo financiero.

Esta presencia en los mercados, con las exigencias de información que implican, también puede contribuir a disminuir el coste del crédito y a aumentar el volumen de fondos prestados. Normalmente, el coste de la financiación ajena se reduce como consecuencia de la salida al mercado.

c) *Ventajas estratégicas.*

Cotizar en estos mercados favorece la realización de operaciones estratégicas para adquirir otras empresas, ya que las empresas cotizadas tienen la posibilidad de utilizar sus propias acciones como medio de pago en los procesos de fusión y absorción con otras empresas. Por otra parte, al gozar de liquidez en un mercado, los accionistas de la empresa absorbida pueden optar entre permanecer en la nueva compañía fusionada o vender sus acciones en el mercado en cualquier momento. Además, pueden utilizar las acciones para realizar un intercambio accionarial con accionistas de otras empresas y darse entrada mutuamente en sus compañías. Normalmente, esta opción se utiliza para formalizar algún pacto empresarial entre las compañías afectadas. En definitiva, las posibilidades para diseñar la estrategia de la empresa se amplían.

d) *Valoración objetiva de la empresa.*

A diferencia de una empresa no cotizada, las acciones de una compañía que se negocian en un mercado cuentan con un valor más objetivo, que es el valor de mercado o cotización de la empresa.

Los mercados alternativos y los mercados bursátiles, en general, incorporan las expectativas de crecimiento y beneficios en la valoración de las empresas cotizadas, así como otras variables externas a la empresa. Esta particularidad distingue los precios de las operaciones en los mercados de los que se determinarían atendiendo a otros métodos.

El precio que alcanzan las acciones de una compañía cotizada no sólo es representativo del acuerdo entre oferta y demanda en el mercado sino que se convierte también en referencia obligada para los restantes inversores, sean accionistas de la compañía o no.

La continua valoración de las expectativas explica la evolución del precio de las acciones de la empresa. En empresas con gran capacidad de generación de negocio –“compañías de crecimiento”- es frecuente que el precio de colocación en el mercado sea muy superior al valor en libros de la empresa y, a su vez, experimente posteriores aumentos a medida que se cumplan y sobrepasen las expectativas.

La valoración del mercado supone una valiosa referencia para los gestores de la empresa en su toma de decisiones.

Este marco de valoración de la empresa supone una diferencia fundamental entre una empresa cotizada y otra no cotizada. Sus acciones se convierten en un instrumento de pago de elevada liquidez susceptible de ser utilizado en una operación financiera, como hemos visto en el apartado anterior. Adicionalmente, esta valoración facilita otros tipos de transmisiones como sucesiones, salida de socios de referencia, etc.

e) *Promueve la transparencia de estas empresas al estar expuestas al mercado.*

Tradicionalmente, las PYMES presentan mayores problemas de información asimétrica entre los gerentes y los inversores externos que las empresas grandes. La calidad y la fiabilidad de la información que transmiten a los inversores externos suele estar en entredicho, lo que origina reticencias por parte de estos últimos a la hora de aportar dinero en estas sociedades, tanto en forma de capitales propios como ajenos. Sin embargo cuando cotizan en el mercado, la calidad y la periodicidad de la información que transmiten aumenta, lo que hace que sean empresas más transparentes y, por tanto, más susceptibles de captar los recursos de los inversores, especialmente los institucionales. En estas circunstancias la obtención de recursos a través de ampliaciones de capital se convierte en una alternativa perfectamente viable y a unos riesgos y costes razonables. También la obtención de financiación ajena se ve favorecida por esta mayor transparencia.

f) *Proporciona liquidez para los accionistas y amplía la base accionarial.*

La liquidez, entendida como la posibilidad de convertir en dinero las acciones, que el mercado ofrece a los inversores, permite que sus diferentes horizontes temporales de inversión, generalmente no coincidentes con el carácter permanente de financiación de la empresa, puedan conjugarse.

Este mercado suele ser una gran oportunidad para las empresas familiares. En este sentido, empresa familiar y empresa cotizada no son conceptos excluyentes ya que la posibilidad de vender parte de las acciones en el mercado no significa perder el control de la empresa. Al contrario, el mercado facilita la supervivencia de la empresa.

En todos estos casos, los mercados alternativos bursátiles ofrecen una solución viable aportando la liquidez necesaria para la parte que interesa colocar, a un precio de venta que es el valor objetivo que el mercado establece en función de la situación de la empresa y del entorno económico. A través del mercado se permite dar entrada a accionistas institucionales, tanto nacionales como extranjeros, o crear una base amplia de accionistas minoritarios. Cotizar en un mercado alternativo supone acceder a la importante masa de recursos aportada por estos inversores

En definitiva, con un mercado alternativo se crea un mercado para las acciones de la empresa, se amplía la base accionarial y potencialmente se da a los accionistas existentes la posibilidad de salir de la empresa si así lo desean.

g) *Este mercado tiene una regulación a medida y con menor coste.*

Una ventaja fundamental de los mercados alternativos es que permite a las empresas que recurran a ellos obtener todos los beneficios derivados de que sus títulos sean negociados en un mercado de valores, pero con una regulación específica diseñada especialmente para las PYMES.

La capacidad de autorregulación de estos mercados permite a unas tarifas muy competitivas:

- Un procedimiento simplificado de incorporación.
- El acceso a un espectro más amplio de empresas.
- Un régimen de información y contratación adaptado a las singularidades de este tipo de empresas.

h) *Posible paso previo a la incorporación al primer mercado de la Bolsa.*

Este mercado alternativo es muy posible que se convierta en un centro de aprendizaje sobre lo que supone cotizar en un mercado para las empresas que hagan uso del mismo, y una vez que las compañías vayan consolidando su crecimiento y adquiriendo dimensiones más grandes, puedan dar el salto de forma natural al primer mercado bursátil.

i) *Incentivo para los trabajadores.*

Las empresas presentes en los mercados alternativos pueden recompensar y motivar a sus trabajadores a través de la introducción de sistemas de incentivos basados en el valor de las acciones. Es decir, las empresas tienen la posibilidad de introducir un sistema variable de remuneración basado en las acciones: planes de entrega de acciones según rendimiento,

stock options (opciones sobre acciones), etc. Además, el hecho de cotizar puede contribuir a atraer y retener personal más cualificado y preparado.

1.4. Ventajas de los Mercados Alternativos Bursátiles para otros Agentes de la Economía

La existencia de un mercado alternativo no sólo beneficia a los emisores sino también a los inversores, a las entidades de capital riesgo, y obviamente, a la economía en general. Pasamos a comentar las ventajas para cada grupo (figura 1.2.)

A) *Ventajas para los inversores.*

La creación de un mercado alternativo va a permitir a los inversores:

- a) Ampliar la gama de productos en los que pueden invertir. Los inversores potenciales de dicho mercado son los inversores particulares e institucionales (estos últimos suelen tener un peso muy importante) Por ejemplo, en el mercado AIM de Londres la aportación de los fondos institucionales en 2006 ya representaba un 56,7%; y en el Alternext, para 2007, superaba el 80%.
- b) Diversificar sus carteras. Los inversores a la hora de gestionar el riesgo de sus carteras siempre han tenido muchas dificultades para invertir en el segmento de empresas de reducido tamaño. Con la existencia de un mercado alternativo esta posibilidad ya es real, y a un coste y con una seguridad aceptables.
- c) Obtener rentabilidades comparativamente más atractivas. Si un inversor puede colocar su dinero en proyectos de gran crecimiento también podrá acceder a las más altas rentabilidades esperadas en los mismos. No obstante, no deben olvidar los riesgos más elevados que suelen estar asociados a estos proyectos.
- d) Los inversores que coloquen su dinero en empresas que coticen en los mercados alternativos, frente a otras que no se negocien públicamente, también van a poder beneficiarse de todas las medidas existentes para asegurar la transparencia, proteger a los accionistas minoritarios y aumentar la liquidez.

B) *Ventajas para las entidades de capital riesgo.*

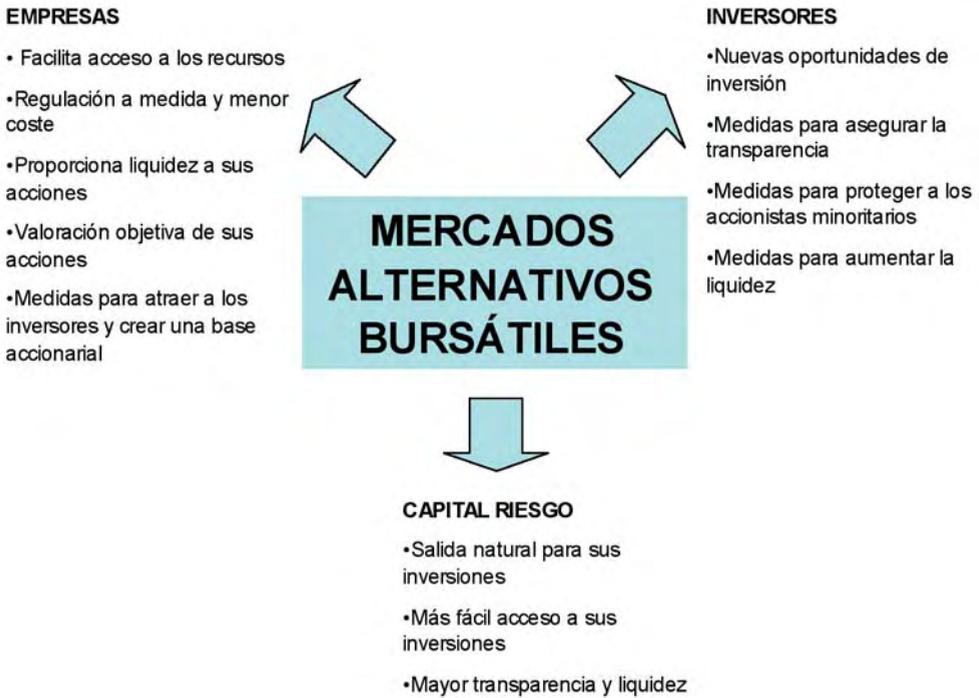
Una de las vías para obtener financiación por parte de las PYMES es a través de los recursos aportados por las entidades de capital riesgo. Estas entidades también pueden beneficiarse de la existencia de los mercados alternativos bursátiles:

- a) Un aspecto clave de una buena inversión de capital riesgo es la estrategia de salida, esto es, el punto en el que el inversor puede transferir su inversión a otros inversores liberando fondos que pueden reciclarse en nuevas empresas. Si una empresa cotiza en el

mercado alternativo bursátil, éste puede proporcionar la salida natural a los inversores del capital riesgo que participen en la misma y a un precio adecuado.

- b) Los mercados alternativos aumentan las oportunidades de inversión de las entidades de capital riesgo. El encuentro entre las empresas en expansión que necesitan recursos y las entidades de capital riesgo que aportan recursos se ve favorecido por la existencia de un mercado organizado alternativo.
- c) Las entidades de capital riesgo, como cualquier otro inversor, se van a beneficiar de todas las medidas existentes para asegurar la transparencia y aumentar la liquidez.

◆ Figura 1.2.: Los mercados alternativos bursátiles: una comunidad de intereses



C) *Ventajas para la economía en general.*

Existe un cierto consenso sobre los beneficios que tiene la existencia de un mercado de valores específico para las PYMES sobre el crecimiento económico. Estos beneficios los podemos concretar en los siguientes puntos:

- a) Los mercados de valores complementan a las entidades financieras. Ellos pueden cubrir nichos y proporcionar servicios que los bancos no pueden. En efecto, los mercados de valores pueden crear un mayor ambiente competitivo u ofrecer servicios financieros di-

ferentes a los prestados por el sistema bancario, dando un mayor vigor a la actividad económica.

- b) A largo plazo parece existir una relación positiva entre el grado de desarrollo de los mercados de valores y el crecimiento económico, de manera que el mayor desarrollo que alcancen tales mercados repercutirá positivamente en el tejido empresarial y en sus posibilidades de expansión.

1.5. Exigencias de los Mercados Alternativos Bursátiles para las Empresas

Cotizar en un mercado alternativo puede ser una buena alternativa para que una empresa continúe su camino de crecimiento y desarrollo. Sin embargo, antes de tomar la decisión de incorporación a dicho mercado la empresa debe plantearse algunas cuestiones que cambian con respecto a su situación fuera del mercado:

- a) La dirección de la empresa debe aceptar la disciplina de tener las acciones negociadas en un mercado público y estar preparada para el mayor escrutinio al que estará sometido la compañía y sus resultados.
- b) La dirección sufrirá un mayor control sobre sus decisiones de gestión, y debe asegurarse que dirige la compañía en beneficio de los accionistas. Comportamientos divergentes entre los accionistas y la dirección originarán disminuciones en el valor de las acciones, que obviamente no interesan a la empresa.
- c) Cotizar en el mercado obliga a la empresa a someterse a la incertidumbre ligada a las condiciones del mercado y de la economía que pueden afectar al valor de las acciones. La cotización de las acciones no sólo depende de lo que haga la empresa sino que también se ve influenciada por factores ajenos a la misma.
- d) La dirección debe mantener una actitud abierta y transparente, y proporcionar información periódica sobre la situación financiera y los planes futuros de expansión de la empresa.
- e) La empresa debe cuidar las relaciones con los nuevos inversores y será importante que mantenga un programa de actividades para mantener el interés de los inversores en los planes de desarrollo futuros de la compañía.
- f) Cotizar en este mercado tiene unos costes, que aunque menores a los del primer mercado, la empresa debe estar dispuesta a asumir.

I.6. Antevenio: un ejemplo de Pyme Española que cotiza en un Mercado Alternativo Bursátil²

Antevenio, una PYME española dedicada a la publicidad y al marketing interactivo, salió a bolsa en 2007 y ello supuso un hito en la historia empresarial española. La operación fue consecuencia de un proceso caracterizado en una primera fase por la definición y desarrollo de productos y líneas de actividad, seguido de una expansión en el mercado mediante la compra de sociedades afines y completada con la entrada en el mercado de capitales para conseguir la financiación necesaria para poner en marcha sus proyectos estratégicos.

La admisión de Antevenio en NYSE-Alternext de París supuso un impulso estratégico para la compañía alentando sus planes de desarrollo y permitiendo incrementar su notoriedad en el mercado al tiempo que reforzaba los recursos financieros para su crecimiento externo.

De hecho, en un año, la compañía ha elevado su crecimiento en un 98%, gracias a lo que ha doblado su tamaño y ha dejado de cumplir los parámetros que la catalogaban de PYME, al superarlos en número de trabajadores e ingresos anuales.

Durante 2007, Antevenio compró dos empresas sin financiación ajena: la red de afiliación Netfilia en abril y en octubre Webnation, ahora Antevenio Italia, ampliando su presencia internacional. Tras las inversiones, la empresa goza de una envidiable situación financiera con una tesorería que superaba los ocho millones de euros al final del ejercicio 2007.

¿Por qué se toma la decisión de salir a bolsa?

A comienzos de 2006, Antevenio vivía en una situación de bonanza económica. Entre 2003 y 2005 la cifra de negocios se había doblado y los beneficios se habían multiplicado por cuatro. Todo ello enmarcado en un sector de gran crecimiento como es el de la publicidad y el marketing en Internet (hasta el 2010 se estima que en Europa la inversión publicitaria en Internet crezca de media cada año un 25%).

Estos ritmos de crecimiento del sector hacen inevitable que se vayan a producir movimientos empresariales transnacionales, fusiones y adquisiciones. En Antevenio se consideró que era necesario anticiparse a estos movimientos y consolidar una situación de liderazgo en el mercado español y plantearse la internacionalización de sus servicios.

Por lo tanto, se encontraban en la situación clásica en la que se topa toda empresa que quiere acelerar su crecimiento y financiar nuevos proyectos: decidir cuánto dinero se necesita y evaluar todas las opciones posibles:

² Todos los comentarios de este apartado están basados en el artículo que el Sr. Pérez García-Villoslada, Director General de Antevenio publicó en 2008 sobre la salida a bolsa de su empresa: "Antevenio, primera PYME española que cotiza en la Bolsa de París", *Estrategia financiera*, n.º 251, pp. 58-63.

- a) Ampliación de capital con accionistas actuales.
- b) Financiación ajena a través de entidades de crédito.
- c) Acudir a inversores externos como por ejemplo el capital riesgo.
- d) Ampliación de capital a través de una salida a bolsa.

La cuarta opción es una alternativa que muchas pequeñas y medianas empresas españolas nunca se han planteado. Sin embargo, esta empresa observó con gran interés cómo distintas empresas, principalmente británicas y francesas, similares a Antevenio cotizaban en bolsa y estaban adquiriendo otras compañías y llevando a cabo un proceso de internacionalización exitoso.

La salida a bolsa no sólo permitiría financiar la aceleración de su crecimiento, sino que, además, otorgaría a la empresa una gran notoriedad de cara a los clientes, hacia *Partners*, y también, dentro de la política de recursos humanos, serviría para captar y retener talento. Por otro lado, al cotizar en bolsa, la acción se hace mucho más líquida, lo que se convierte en una ventaja, tanto para el accionista como para la empresa, a la hora de utilizarla como moneda de cambio en posibles adquisiciones o fusiones.

No obstante, al ser un proceso novedoso y complicado, en el que el éxito depende de factores externos como la situación del mercado bursátil, nunca se descartaron las otras opciones de financiación, pactando con accionistas y negociando con bancos, ya que nunca dejaron de tener presente que la salida a bolsa no es un fin en sí mismo sino un medio para obtener los objetivos estratégicos de la empresa.

2

El Mercado Alternativo Bursátil Español

2. El Mercado Alternativo Bursátil Español

2.1. Introducción

En el capítulo anterior hemos podido profundizar en las razones que incitan a la creación de un mercado especialmente diseñado para las pequeñas y medianas empresas, PYMES. Al respecto, hemos de señalar que esta iniciativa no es nueva en nuestro país y que ya en 1986 se estableció la normativa necesaria para que empezara a funcionar de forma regulada lo que se denominó el Segundo Mercado. Sin embargo, los resultados obtenidos no fueron los esperados. En este capítulo, vamos a recordar sus principales características así como el grado de actividad que ha mantenido durante estos últimos años y las causas fundamentales para que éste no haya sido el que se hubiera deseado.

Una vez cubierta esta etapa histórica, expondremos los aspectos fundamentales de la normativa relativa al nuevo modelo, el modelo de mercado español para este segmento específico de negociación dirigido a empresas de reducido tamaño que se encuentran en fase de expansión. Dicha normativa viene recogida en una serie de circulares publicadas por el MAB a principios de este año 2008. Para desarrollar esta labor hemos dividido toda la normativa disponible en tres grandes apartados.

En primer lugar, nos detendremos en detallar los requisitos necesarios a la hora de la incorporación de las empresas a este nuevo mercado de negociación. Además, veremos las fases que constituyen el procedimiento de incorporación y los aspectos más destacados a la hora de la exclusión de los valores del Mercado. Este bloque concluirá con el análisis de la información que tienen que presentar las empresas en el momento de la entrada y durante todo el tiempo que permanezcan cotizando.

En segundo lugar, abordaremos la normativa relativa a la contratación resaltando los aspectos más interesantes, principalmente: las operaciones, la entrada de órdenes, la formación de precios, la modalidad de contratación por bloques, las operaciones especiales y las principales causas que conllevan la suspensión de la contratación y las paradas técnicas.

En tercer lugar, analizaremos con mayor profundidad dos figuras que, aunque quedan mencionadas en los apartados precedentes, por la novedad que suponen y por la importancia que tienen para este Mercado merecen una atención diferenciada; nos referimos a los Asesores Registrados y al Proveedor de Liquidez.

2.2. El Segundo Mercado: Antecedente del MAB Español

La importancia que las PYMES tienen en nuestra economía justifica la gran cantidad de esfuerzos que se han realizado a lo largo del tiempo para favorecer su desarrollo y evolución. La creación de mercados bursátiles específicos para las PYMES que ayuden a solucionar sus persistentes problemas de acceso a una financiación adecuada no es una idea nueva, por lo que el Mercado Alternativo Bursátil (MAB) recientemente aprobado ha tenido varios precedentes, siendo el más importante el llamado Segundo Mercado.

El Segundo Mercado empezó a operar de manera regulada a partir de 1986, aunque ya funcionaba en Barcelona desde 1982, y tenía por objetivo dar cabida a las pequeñas y medianas empresas en la bolsa ante las exigencias tan fuertes que existían para acceder al primer mercado bursátil.

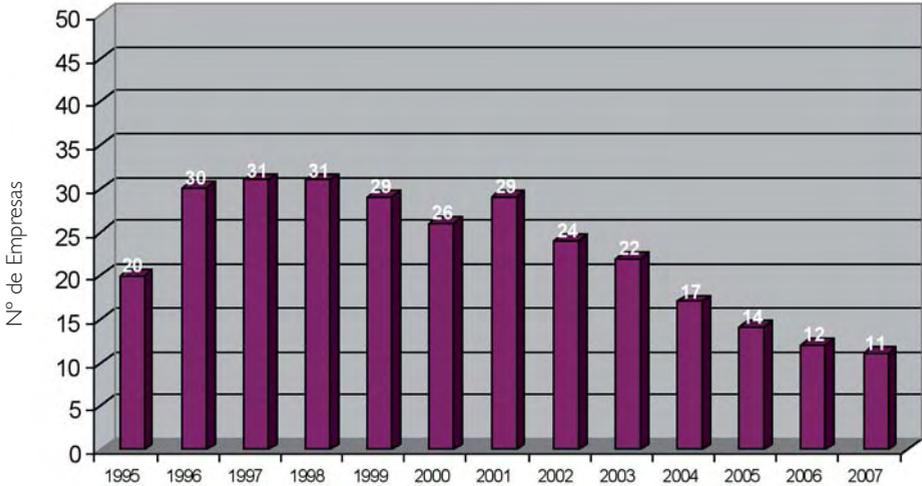
Las características más relevantes del Segundo Mercado en cuanto a requisitos para la admisión a negociación y sistema de contratación son las siguientes³:

- La Sociedad debe tener un capital no inferior a 150.253 euros (25 millones de pesetas).
- Poner a disposición de una Sociedad de Contrapartida, al menos el 20 por ciento de los valores representativos de su capital, para su circulación en el Segundo Mercado. Estas sociedades son uno de los actores más importantes, ya que se encargan de facilitar la oferta en el mercado tanto en posiciones compradoras como vendedoras y con ello paliar una de las grandes dificultades de este mercado, como es la liquidez.
- No existen exigencias con respecto al beneficio.
- Exigencia de aportar información anual y semestral una vez que ya cotice la empresa.
- Los valores de renta variable incluidos en el Segundo Mercado para PYMES se contratan por el sistema tradicional de viva voz en el corro del Parquet Electrónico de las Bolsas.

Transcurridos más de 22 años, el citado Segundo Mercado no ha tenido el desarrollo esperado. En la figura 2.1. se aprecia como el número de empresas apenas ha alcanzado la treintena en sus mejores años, y desde el año 1998 disminuye de manera continua el número de empresas presente en dicho mercado, hasta alcanzar la ridícula cifra de once en 2007. Es de destacar que la plaza donde dicho mercado ha sido más activo es Barcelona, que en realidad fue la cuna del mismo.

³ Para un estudio más exhaustivo de la regulación del Segundo Mercado se puede consultar Martínez Cerezo, R. (2001): "El Segundo Mercado", en Sánchez Fernández de Valderrama, J.L.(Dr), *Curso de Bolsa y mercados financieros*, Ariel, Barcelona.

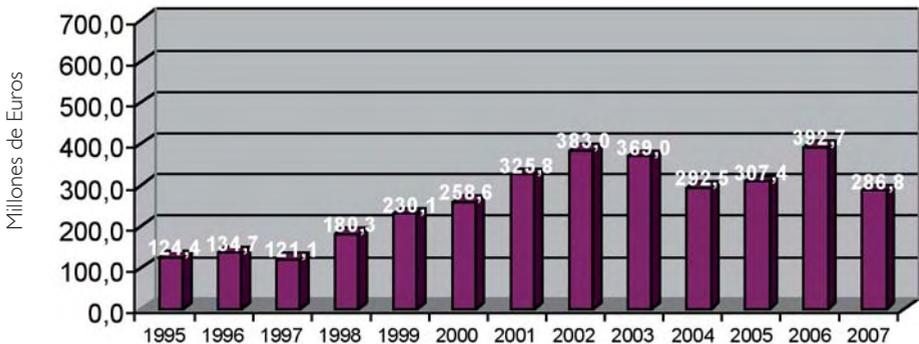
◆ Figura 2.1.: Número de empresas que cotizan en el Segundo Mercado (1995-2007)



Fuente: Informes de la CNMV

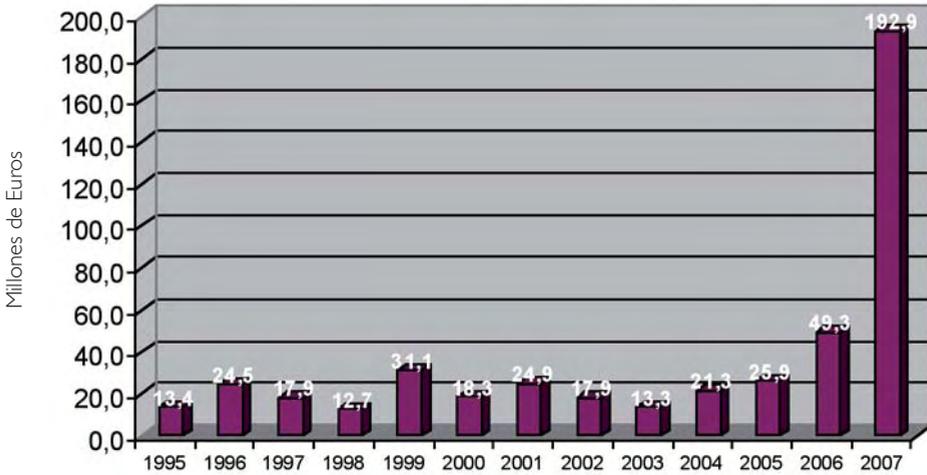
Esta marginalidad del Segundo Mercado en relación con el conjunto del mercado bursátil también se manifiesta en los volúmenes de capitalización y contratación alcanzados (véanse las figuras 2.2. y 2.3. respectivamente). Por ejemplo, con relación a la capitalización del mismo, los 286,6 millones del año 2007, tan sólo representa un 0,03% del volumen total del mercado de renta variable español. No ocurre algo muy distinto con los volúmenes de contratación; de hecho los 192,9 millones, que es la cifra más elevada de estos años, que se negociaron en 2007, tan sólo representan un 0,01% del total contratado en las bolsas. Además, la frecuencia de contratación de muchos valores de este mercado ha sido muy escasa, lo que explicaría la disminución progresiva de las empresas que cotizan en el mismo.

◆ Figura 2.2.: Volúmenes de capitalización de la renta variable en el Segundo Mercado (1995-2007)



Fuente: Informes de la CNMV

◆ Figura 2.3.: Contratación de la renta variable en el Segundo Mercado (1995-2007)



Fuente: Informes de la CNMV

Si bien es cierto que en estas últimas décadas la Bolsa española ha experimentado un gran crecimiento, esto no ha sido así en el Segundo Mercado. Los motivos de la falta de desarrollo de dicho mercado son varios entre los que mencionamos los siguientes⁴:

- a) La legislación aplicable a este mercado se ha quedado algo desfasada, máxime cuando es incluso anterior a la Ley de Mercado de Valores de 1988.
- b) Es un mercado excesivamente regulado.
- c) Sistema de contratación poco operativo.
- d) El mismo nombre: “Segundo Mercado”, se ha considerado que puede implicar connotaciones negativas.
- e) Tratamiento fiscal poco incentivador.
- f) Las tradicionales reticencias a cotizar en bolsa de las PYMES, por miedo a perder el control, a suministrar información periódica, a dar entrada a socios incómodos, etc.
- g) La falta de liquidez vinculada a este mercado provoca retraimiento tanto en los intermediarios como en los inversores finales.
- h) Desconocimiento por parte del empresariado de las ventajas de cotizar en bolsa, y en concreto en el Segundo Mercado.
- i) Temor excesivo a sufrir una Oferta Pública de Adquisición. No teniéndose en cuenta que dicha circunstancia depende del porcentaje del capital social difundido en el mercado.

⁴ Seguimos a Martínez Cerezo, *op cit.*

- j) En los mercado anglosajones, una empresa no cotizada en Bolsa se considera menos importante que otra que sí cotice. No ocurre todavía lo mismo en nuestro país, sobre todo con las PYMES.
- k) Las empresas han seguido recurriendo a las entidades financieras para obtener recursos.

El desarrollo futuro de este mercado hubiera exigido una importante reforma para rebajar las exigencias de incorporación, mejorar los mecanismos tradicionales de contratación, facilitar la liquidez, etc. Sin embargo, los legisladores han decidido dejar este mercado tal como está, languideciendo lentamente, y aplicar el dicho español: “*borrón y cuenta nueva*”, creando otra fórmula para relanzar los mercados bursátiles para las PYMES, que es la que representa el Mercado Alternativo Bursátil. El MAB, como estudiaremos a fondo en este capítulo, subsana muchas de las rigideces del Segundo Mercado.

Para terminar, hay que señalar que muchos de los motivos por los que el Segundo Mercado no ha funcionado todavía pueden estar presentes, lo que limitaría la implantación del MAB. Pero no es menos cierto que nos encontramos ante una mejor regulación y que la cultura empresarial y económica española ha evolucionado, por lo que es de esperar que el MAB sí conseguirá ser en el futuro el mercado de las pequeñas y medianas empresas

2.3. Requisitos, Procedimiento de Incorporación, Exclusión e Información a suministrar al Mercado Alternativo Bursátil Español

Estos aspectos vienen recogidos en dos Circulares. La Circular 1/2008, de 22 de Enero, es la que regula los requisitos, documentación y procedimiento aplicables a la incorporación y exclusión en el MAB de acciones emitidas por empresas de reducida capitalización que se encuentren en fase de expansión.

Por su parte, en la Circular 2/2008, también de la misma fecha, se concreta, de forma específica para este segmento de negociación, la información de carácter periódico y de carácter ocasional (hechos relevantes y otras informaciones de interés) que han de suministrar las sociedades con posterioridad a la incorporación de sus acciones al Mercado, así como el régimen de comunicación y publicación de toda esta información.

2.3.1. Requisitos de Incorporación

Distinguiamos dos bloques diferenciados de requisitos dentro de la normativa, bien sean requisitos aplicables a las entidades emisoras, o bien sean requisitos que se les exigen, principalmente, a los accionistas de referencia.

a) Requisitos aplicables a las entidades emisoras

En cuanto a requisitos formales de incorporación, la normativa señala que podrán incorporarse al Mercado aquellas acciones emitidas por sociedades anónimas, tanto españolas como extranjeras, que tengan su capital social totalmente desembolsado, y cuyas acciones, representadas por anotaciones en cuenta, no tengan limitaciones a la negociación y transmisibilidad.

Las entidades no tienen que modificar su estructura contable. En este sentido, si la sociedad está constituida en un país de la Unión Europea, podrá optar entre las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) o el estándar contable nacional de su estado miembro; si la sociedad está constituida en un país no miembro, podrá optar entre las NIIF o US GAAP.

Por otra parte, las sociedades deberán estar ya comercializando productos o servicios o haber ya desarrollado actuaciones relevantes preparatorias y, adicionalmente, estar obteniendo ingresos significativos o aportaciones financieras fundamentadas en estas actuaciones preparatorias.

No se exige una antigüedad a las entidades pero aquellas sociedades que, en el momento en que soliciten la incorporación de sus acciones, no cuenten con dos ejercicios completos deberán presentar unas previsiones o estimaciones relativas al ejercicio en curso y al siguiente (y deberá continuar remitiéndose hasta que la antigüedad de la compañía alcance tres ejercicios).

En cuanto a las acciones susceptibles de incorporación, podrán ser incorporadas acciones que hayan sido previamente objeto de una oferta de venta o de suscripción, pública o no, así como acciones que no lo hayan sido. En el primer caso, el valor estimado de las acciones objeto de oferta no podrá ser inferior a dos millones de euros. Si se solicita la incorporación al Mercado sin oferta previa o listing, las acciones de las que sean titulares accionistas con porcentajes inferiores al 5% del capital social deberán representar en conjunto un valor estimado no inferior a dos millones de euros.

La entidad emisora deberá designar un Asesor Registrado (figura que será analizada con posterioridad) de entre los que figuren en el registro especial establecido al efecto por el Mercado. Este Asesor acompañará a la empresa tanto en su incorporación como durante todo el tiempo que permanezca en el Mercado.

Por último, la entidad emisora o algunos de sus accionistas de referencia tendrán que suscribir con un intermediario financiero, como Proveedor de Liquidez, un contrato de liquidez, cuya normativa también comentaremos más adelante.

En la tabla 2.1. podemos observar de forma resumida los requisitos comentados.

■ Tabla 2.1.: Requisitos aplicables a las entidades emisoras

| Requisitos aplicables a las Entidades Emisoras | |
|--|--|
| Requisitos formales | |
| | <ul style="list-style-type: none"> • Acciones emitidas por Sociedades Anónimas • Sociedades españolas o extranjeras • Capital totalmente desembolsado y libre transmisibilidad • Representadas en anotaciones en cuenta |
| Estándares contables | |
| | <ul style="list-style-type: none"> • Si es sociedad de la UE: NIIF o estándar contable nacional • Si no es sociedad de la UE: NIIF o US GAAP |
| Actividad | |
| | <ul style="list-style-type: none"> • Sociedad que comercialice productos o servicios o que haya realizado actuaciones relevantes preparatorias • Que haya tenido ingresos significativos o aportaciones financieras fundamentadas en actuaciones preparatorias |
| Antigüedad | |
| | <ul style="list-style-type: none"> • En general, no se exige • Si son sociedades con menos de 2 años, deben presentar previsiones de negocio |
| Asesor Registrado | |
| | Necesidad de nombrar un Asesor Registrado tanto para la incorporación como para el mantenimiento en el mercado |
| Contrato de liquidez | |
| | Necesidad de suscribir un contrato de liquidez |
| Valor estimado de la ofertas o listing | |
| | <p>Mayor a 2.000.000 de euros si OPV, OPS u oferta privada</p> <p>Para el conjunto de acciones propiedad de accionistas con participación <5% en caso de "listing"</p> |

Fuente: Circular nº1 de 2008, de 22/01/2008. Elaboración Propia.

b) Requisitos exigibles a los accionistas de referencia

Por otra parte, en la normativa también figuran una serie de requisitos aplicables a los accionistas de referencia, e incluso alguno aplicable a los directivos, con el objetivo fundamental de proteger a los nuevos accionistas que irán entrando en la compañía.

Así, los accionistas de referencia y los principales directivos deberán comprometerse a no vender acciones ni realizar operaciones equivalentes a ventas de acciones dentro del año siguiente a la incorporación de la sociedad al Mercado (en el supuesto de que la actividad de la sociedad tenga una antigüedad inferior a dos años).

Por otra parte, la sociedad deberá justificar a la hora de su incorporación que se han incluido en sus Estatutos Sociales los siguientes acuerdos:

- Comunicación de participaciones significativas⁵
- Publicidad de los pactos parasociales: obligación de los accionistas de comunicar a la sociedad la suscripción, prórroga o extinción de los pactos parasociales que restrinjan la transmisibilidad de las acciones o que afecten al derecho de voto.
- Solicitud de exclusión de negociación en el MAB: obligación de la sociedad, en caso de adoptar un acuerdo de exclusión de negociación del Mercado que no esté respaldado por la totalidad de los accionistas, de ofrecer a los accionistas que no hayan votado a favor de la medida la adquisición de sus acciones a un precio justificado, de acuerdo con los criterios previstos en la regulación aplicable a las ofertas públicas de adquisición de valores para los supuestos de exclusión de negociación.
- Cambio de control de la sociedad: obligación del accionista que reciba una oferta de compra de otro accionista o de un tercero que determine que el adquirente vaya a ostentar una participación de control (más del 50% del capital) de no poder transmitir la aludida participación a menos que el potencial adquirente ofrezca a la totalidad de los accionistas la compra de sus acciones en las mismas condiciones.

Al igual que hicimos con el otro grupo de requisitos, los resumimos en la siguiente tabla (tabla 2.2.)

■ **Tabla 2.2.: Requisitos aplicables a los accionistas de referencia**

| Requisitos aplicables a los Accionistas de Referencia |
|--|
| Compromiso de permanencia por un año |
| Comunicación de participaciones significativas |
| Publicidad de pactos parasociales que restrinjan la transmisibilidad de las acciones o que afecten al derecho de voto |
| En caso de acuerdo de exclusión, ofrecer a los accionistas no a favor de éste un precio justificado |
| En caso de cambio de control de la sociedad, obligación de igualar la oferta que se le haya hecho al accionista que vaya a ostentar el control a todos los demás accionistas |

Fuente: Circular nº1 de 2008, de 22/01/2008. Elaboración Propia

⁵ Aquéllas que alcancen, superen o desciendan del 10% del capital social y sucesivos múltiplos, por cualquier título, directa o indirectamente y en el caso de los administradores y directivos, esa obligación se referirá al porcentaje del 1% del capital social y sucesivos múltiplos.

2.3.2. Procedimiento de Incorporación

El procedimiento de incorporación conlleva tres fases: la solicitud de incorporación, la tramitación y decisión por parte del Comité de Coordinación e Incorporaciones y, por último, la incorporación al Mercado. Las actuaciones básicas en cada una de ellas quedan recogidas en la figura 2.4.

a) Solicitud

La incorporación al mercado será solicitada por el emisor mediante escrito firmado por persona con suficiente autorización para ello. A dicha solicitud se le acompañará la documentación que acredite el cumplimiento de los requisitos de incorporación, un documento informativo inicial, que es un folleto de emisión simplificado, como enseguida veremos, y la restante documentación e información que en cada caso puedan recabar los órganos de gobierno del Mercado.

En esta solicitud el emisor se comprometerá a remitir al Mercado para su difusión la información relevante que, conforme a la normativa, con carácter periódico o puntual, pueda afectar a la negociación de sus acciones. Asimismo, el emisor, sus administradores y directivos y sus accionistas de referencia deberán asumir los demás compromisos que establezcan las normas reguladoras del mercado o que, justificadamente, exijan sus órganos de gobierno.

◆ Figura 2.4.: Procedimiento de incorporación



Fuente: Circular nº1 de 2008, de 22/01/2008. Elaboración Propia

En el supuesto de que la entidad emisora registre en la CNMV un folleto informativo de oferta de valores, deberá aportarse al Mercado el referido folleto, así como justificación de su

registro. En defecto de folleto informativo será necesario presentar, como ya se ha mencionado, un documento informativo de incorporación. La información mínima que debe contener éste se indica en el anexo a la citada Circular y nosotros la mostramos en el Anexo I de este trabajo. Podrá aceptarse el mismo documento que haya servido para la admisión a negociación en un mercado extranjero equivalente, con las actualizaciones y adaptaciones que en cada caso estime oportunas

En el caso de valores previamente admitidos a negociación en una Bolsa de Valores se recabará de la Bolsa en cuestión los documentos de índole informativa que la entidad emisora tuviera presentados, a efectos de que puedan hacerse valer para el cumplimiento de la información inicial exigida por el Mercado.

En la actualidad no es preceptivo registrar un folleto informativo en la CNMV en los siguientes casos:

- Si la cantidad de la oferta es inferior a 2,5 millones de euros.
- Si se dirige exclusivamente a inversores cualificados.
- Si se dirige a menos de 100 inversores por estado miembro de la UE, sin incluir los cualificados.
- Si se dirige a inversores que adquieran un mínimo de 50.000 euros cada uno.

b) Tramitación

Recibida la solicitud, el Comité de Coordinación e Incorporaciones evaluará si los valores cuya incorporación se solicita reúnen los requisitos exigidos para ello. Asimismo, el Mercado se encargará de poner en conocimiento de la CNMV la solicitud y la documentación recibida. Dicho Comité elevará al Consejo de Administración el informe de evaluación junto con la correspondiente propuesta de acuerdo.

c) Incorporación

El Consejo de Administración deberá pronunciarse sobre las incorporaciones solicitadas en el plazo máximo de tres meses. Los acuerdos de incorporación figurarán en un registro público, serán publicados en el Boletín del Mercado y se comunicarán a la CNMV de acuerdo con el régimen previsto en el Reglamento del Mercado.

Las tarifas que están vigentes y que serán aplicables a las empresas que se incorporen a este Mercado serán las que figuran en la Circular MAB 2/2008. Recogemos como anexo de este trabajo, Anexo 2, dicha normativa y en la siguiente tabla un cuadro comparativo de las tarifas vigentes para distintos segmentos de negociación.

■ Tabla 2.3.: Tarifas aplicables en el ejercicio 2008

| Tarifas aplicables Ejercicio 2008 | | | |
|-----------------------------------|--|--------------------------------------|---|
| | Bolsa Madrid | Mab-Sicav | Mab-E.Expansión |
| Alta | 1.160 euros + 1°/oo (<230MM) | 0.5°/oo Máximo de 15.000 euros | 6.000 euros + 0,5°/oo |
| Mantenimiento | 0,045 o/oo sobre capital. bursátil | | 6.000 euros |
| Baja | 1.500€ | | 0.5°/oo Máximo de 6.000€ Mínimo de 1.500€ |
| Asesor Registrado | | | Según acuerdos |
| Proveedor Liquidez | No con carácter obligatorio | | Obligatorio |
| Operación | Tarifas por operación, según tramos. Iguales en todos los mercados | | |

Fuente: Bolsa de Madrid y MAB. Elaboración Propia.

2.3.3. Exclusión de Valores

De acuerdo con la normativa, sin perjuicio de las decisiones que pueda adoptar al respecto la CNMV, las acciones podrán ser excluidas de la negociación en el Mercado cuando así lo decida, de forma motivada, el Consejo de Administración del MAB en los siguientes casos:

- I. Si la entidad emisora incumple de forma grave y reiterada sus obligaciones, especialmente lo relativo a la información, el mantenimiento de Asesor Registrado y de Proveedor de Liquidez.
2. A solicitud de la entidad emisora. Distinguimos aquí dos casos:
 - a) Si el acuerdo de la Junta General de Accionistas es unánime (100% del capital social), el acuerdo de exclusión se adoptará una vez que obre en poder del Mercado la justificación del acuerdo.
 - b) Si no hay respaldo unánime, la emisora deberá ofrecer a los accionistas que no hayan votado a favor de la medida la adquisición de sus acciones a un precio equitativo, según criterios previstos en la normativa de OPAS y de acuerdo con las previsiones de los Estatutos Sociales.

Los acuerdos de exclusión de valores se adoptarán, en todo caso, previa audiencia de la sociedad y serán comunicados en el mismo día de su adopción a la CNMV, que podrá suspenderlos o dejarlos sin efecto en los casos en que entienda que no se ajustan a la normativa. Los referidos acuerdos serán anunciados con la máxima antelación posible.

2.3.4. Información a Suministrar

Para determinar el nivel y las características de la información exigible a las entidades de reducida capitalización cuyas acciones se negocien en el MAB, se ha procurado un equilibrio entre dos principios:

- El principio de suficiencia de la información, ya que los inversores deben tener a su disposición un volumen de información razonable para adoptar con conocimiento de causa sus decisiones de compra o venta de acciones.
- El principio de simplicidad, propio de la filosofía que inspira este Mercado y, en particular, a este segmento correspondiente a las entidades de reducida capitalización.

Así, se exige que una vez incorporada la entidad emisora ponga a disposición del Mercado la siguiente información:

a) Información periódica

1. Información Semestral

Un informe financiero semestral relativo a los primeros seis meses de cada ejercicio: cuentas anuales resumidas individuales de la entidad y, en su caso, del grupo consolidado, no auditadas, más una referencia a los hechos importantes acaecidos durante el semestre. Deberá remitirse al mercado dentro de los tres meses siguientes al final del primer semestre de cada ejercicio.

Si son entidades obligadas a incluir previsiones de negocio en el momento de la entrada, o que hubieran difundido previsiones de negocio con posterioridad a su incorporación, recogerán en la información semestral una actualización de las mismas e información sobre su grado de cumplimiento.

Asimismo, con carácter semestral, la entidad emisora comunicará al Mercado una relación de aquellos accionistas con posición superior al 10% de los que tenga conocimiento.

2. Información Anual

Las entidades emisoras deberán remitir al Mercado, no más tarde de cuatro meses después del cierre contable del ejercicio, sus cuentas anuales auditadas, en formato ajustado a la normativa, así como el correspondiente Informe de Gestión.

También anualmente las empresas obligadas a ello acompañarán una actualización de las previsiones de negocio e información sobre su grado de cumplimiento.

Si el informe de auditoría tiene limitaciones al alcance o falta de opinión del auditor, el emisor deberá informar al Mercado, mediante un hecho relevante, los motivos de esa circunstancia, las actuaciones conducentes a su subsanación y el plazo previsto para ello.

b) Informaciones relevantes y otras de interés para los inversores

Las emisoras también deben comunicar todas las informaciones relevantes con carácter inmediato, es decir, toda aquella información cuyo conocimiento pueda afectar a un inversor de manera razonable para adquirir o transmitir los valores y, por tanto, pueda influir de forma sensible en su cotización.

Adicionalmente, las sociedades deberán comunicar cualquier otro tipo de información que, pudiendo no tener la consideración de información relevante, resulte de interés para los inversores. En el Anexo 1 de la Circular ya mencionada se detalla un listado orientativo de información sujeta a la obligación de comunicación al Mercado, listado que adjuntamos como Anexo 3 de este trabajo.

c) Otras informaciones

1. Participaciones significativas

Las entidades emisoras, en la medida en que tengan conocimiento de ello, tienen que comunicar al Mercado, con carácter inmediato, la adquisición o enajenación de acciones por cualquier accionista, por cualquier título y directa o indirectamente, que conlleve que su participación alcance, supere o descienda del 10% del capital social y sucesivos múltiplos.

2. Operaciones realizadas por administradores y directivos

Las entidades emisoras, en la medida en que tengan conocimiento de ello, tienen que comunicar al Mercado, con carácter inmediato, todas aquellas operaciones que realicen sus administradores y directivos sobre sus acciones por las que alcancen, superen o desciendan de un porcentaje del uno por ciento de su capital o cualquier múltiplo.

3. Pactos Parasociales

También tendrán que comunicar al Mercado, en la medida en que tengan conocimiento de ello, con carácter inmediato, la suscripción, prórroga o extinción de aquellos pactos parasociales que restrinjan la transmisibilidad de las acciones o que afecten al derecho de voto de los accionistas.

En la tabla 2.4. se recogen de forma resumida los distintos tipos de información de los que hemos estado tratando.

En cuanto a la difusión de la información, toda la que sea relevante acerca de los valores incorporados y los emisores de dichos valores se mantendrá en un registro público del Mercado a disposición de los interesados.

Toda esta información comunicada al Mercado será trasladada a la CNMV y publicada en la página web del MAB. Además, el Comité de Coordinación e Incorporaciones propondrá los procedimientos técnicos necesarios para la eficiente puesta a disposición del Mercado de los hechos relevantes y su difusión.

Además, la entidad emisora deberá disponer de una página web en la que incluirá, desde el momento de la entrada, los documentos públicos que se hayan aportado al Mercado para la incorporación de sus valores. Igualmente, la sociedad deberá publicar en su página web la información remitida al Mercado de conformidad con esta Circular.

En caso de incumplimiento del régimen de información y sin perjuicio de las decisiones que pueda adoptar al respecto la CNMV, y dando inmediatamente cuenta a ésta última, el Mercado podrá suspender la contratación de los valores en los siguientes supuestos:

1. Si se produce una falta de remisión o remisión incompleta de la información exigida.
2. Cuando el informe de auditoria contenga limitaciones al alcance o falta de opinión del auditor y no se haya informado de los motivos, de las actuaciones conducentes a su subsanación y del plazo previsto para ello; o bien, se incumplan los plazos de subsanación.
3. Por falta de remisión de la información adicional solicitada por el Mercado.
4. Cuando la remisión de información exigida se produzca fuera de plazo.

■ **Tabla 2.4.: Información a suministrar por las entidades emisoras**

| Información a suministrar por las Entidades |
|--|
| Información Periódica |
| Información Semestral (en los tres meses siguientes al final del primer semestre) |
| <ul style="list-style-type: none"> • Cuentas semestrales de la entidad o grupo, no auditadas • Hechos significativos del semestre • Actualización y grado de cumplimiento de las previsiones de negocio • Relación de accionistas con posición > 10% |
| Información Anual (en los cuatro meses siguientes al cierre contable) |
| <ul style="list-style-type: none"> • Cuentas anuales auditadas e Informe de Gestión • Actualización y grado de cumplimiento de las previsiones de negocio • En el caso de informes de auditoria con limitaciones al alcance o falta de opinión del auditor, informar mediante hecho relevante los motivos, actuaciones, subsanación y plazo |
| Información Relevante (comunicación inmediata) |
| <ul style="list-style-type: none"> • Toda la información relevante en la formación de la cotización de las acciones • Toda la información de interés para los inversores |
| Otras Informaciones (comunicación inmediata) |
| <ul style="list-style-type: none"> • Participaciones significativas • Operaciones realizadas por directivos y administradores • Pactos parasociales |

Fuente: Circular nº2 de 2008, de 22/01/2008. Elaboración Propia.

Como ya hemos comentado con anterioridad, la normativa contempla que las acciones podrán ser excluidas de la negociación en el Mercado cuando así lo decida, de forma motivada, el Consejo de Administración debido a los incumplimientos graves y reiterados en relación con las obligaciones de información.

2.4. Normas de Contratación

El sistema de contratación (regulado por la Circular 3/2008, de 22 de Enero) que, con carácter general, se contempla para este segmento de empresas es un sistema de fijación de precios mediante la confluencia de la oferta y la demanda en un período de subasta. Este sistema de negociación (ver figura 2.5.) mediante fijación de precios en subasta o “fixing” permite a los inversores introducir en el sistema órdenes limitadas en precio o de mercado. La libre confluencia de la oferta y la demanda es la que determina el precio de negociación, garantizando una fijación de precios eficiente para aquellas sociedades con suficiente difusión.

También se admite, con carácter específico para alguno de los valores, un sistema de contratación con un periodo de mercado abierto en función de su liquidez y difusión.

El sistema de contratación utiliza la plataforma tecnológica de negociación de la renta variable bursátil, SIBE, aprovechando su capacidad de difusión y los algoritmos de fijación de precios y prelación de las órdenes.

◆ Figura 2.5.: Sistema Fixing y Mercado abierto

| Fijación de precios en subasta o FIXING / M.ABIERTO PLATAFORMA DE NEGOCIACIÓN SIBE | |
|---|---|
| 9,00-12,00: INTRODUCCIÓN DE ÓRDENES | 9,00-16,00 MERCADO ABIERTO (para determinados valores, según liquidez) |
| 12,00: SUBASTA DE APERTURA | |
| 12,00-16,00: INTRODUCCIÓN DE ÓRDENES | |
| 16,00: SUBASTA DE CIERRE | |

Fuente: Circular nº3 de 2008, de 22/01/2008. Elaboración Propia

2.4.1. Operaciones Válidas

Serán operaciones válidas las que se produzcan como consecuencia de la utilización de los instrumentos o medios técnicos registrados para cada miembro del Mercado. Sólo de forma excepcional, y bajo la oportuna autorización, una operación podrá ser anulada con la conformidad de las partes contratantes.

Mediante una norma específica (Instrucción Operativa), se establecerá para las operaciones que se efectúen en este Mercado los siguientes aspectos:

- El importe máximo a partir del cual se precise para su curso una doble confirmación expresa del operador.
- El umbral a partir del cual el intermediario deberá recabar la autorización de la Supervisión del Mercado.
- El calendario de sesiones y horarios.

2.4.2. La contratación

La sesión de contratación constará de subasta de apertura, subasta de cierre y operaciones especiales. También, como ya se ha comentado, algunos valores dispondrán de periodo de mercado abierto.

Se considerará como orden cada posición introducida por los miembros del Mercado con indicación de los siguientes datos:

- Valor a contratar.
- Carácter comprador o vendedor.
- Cantidad.
- Precio.

Las aplicaciones sólo se producirán en la medida en que las órdenes de signo contrario de un mismo miembro resulten casadas, por quedar comprendidas entre los mejores precios de oferta y demanda existentes en el momento de introducción, sin ninguna preferencia sobre las de otros operadores.

La unidad de contratación será, como regla general, una unidad del correspondiente valor incorporado al Mercado.

◆ Figura 2.6.: Características de las Órdenes

ÓRDENES

Importe máximo para doble confirmación

El umbral para recabar autorización

El calendario de sesiones y horarios

DATOS NECESARIOS PARA CADA ORDEN

Valor a contratar

Carácter comprador o vendedor

Cantidad

Precio

UNIDAD DE CONTRATACIÓN

Unidad del valor incorporado

Fuente: Circular nº3 de 2008, de 22/01/2008. Elaboración Propia

2.4.3. Formación de Precios

Al comienzo de cada sesión se tomará como precio de referencia el precio de cierre de la última sesión. Si un valor fija precio en la subasta de apertura, éste podrá pasar a ser el nuevo precio estático⁶ para la subasta de cierre sobre el cual girará el citado rango estático.

El rango estático, que será fijado para cada valor mediante Instrucción Operativa, en la subasta de apertura es la variación máxima permitida respecto del precio de referencia.

El precio de cierre de la sesión será el punto medio de la mejor posición de compra y de venta, redondeado al alza. En defecto de alguna de tales posiciones o en caso de que el precio de cierre resultante estuviera fuera del rango estático del valor, o que el valor esté suspendido, el precio de cierre será el de la última negociación de la sesión. En defecto de los anteriores, el precio de cierre será el precio de referencia para la sesión.

La variación mínima de precio será de 0,10 euros con carácter general pudiendo ser menor en casos de valor unitario por debajo de 2 euros.

Durante los períodos de subasta de apertura y de cierre se podrán introducir, modificar y cancelar órdenes. Las operaciones no se ejecutarán durante los períodos de subasta sino al final de los mismos, de acuerdo con el precio único de cada subasta. Las subastas finalizarán en cualquier momento, dentro de un período máximo de treinta segundos con final aleatorio, a partir de la conclusión de la misma. La duración del período de subasta podrá ser modificada cuando

⁶ El precio estático es el precio dominante de la última subasta o el precio límite del rango estático en el caso de que se promueva una subasta de volatilidad por ruptura del rango estático.

las circunstancias lo aconsejen pudiendo afectar esas modificaciones a un valor, grupo de valores o a toda la contratación de las acciones de empresas en expansión.

Efectuada la primera fijación de precios y la correspondiente asignación de unidades de contratación, los valores quedarán de nuevo en período de subasta hasta la segunda fijación de precios, en la que se procederá a una nueva asignación de unidades de contratación y a cerrar la sesión para los valores incluidos en esta modalidad de contratación.

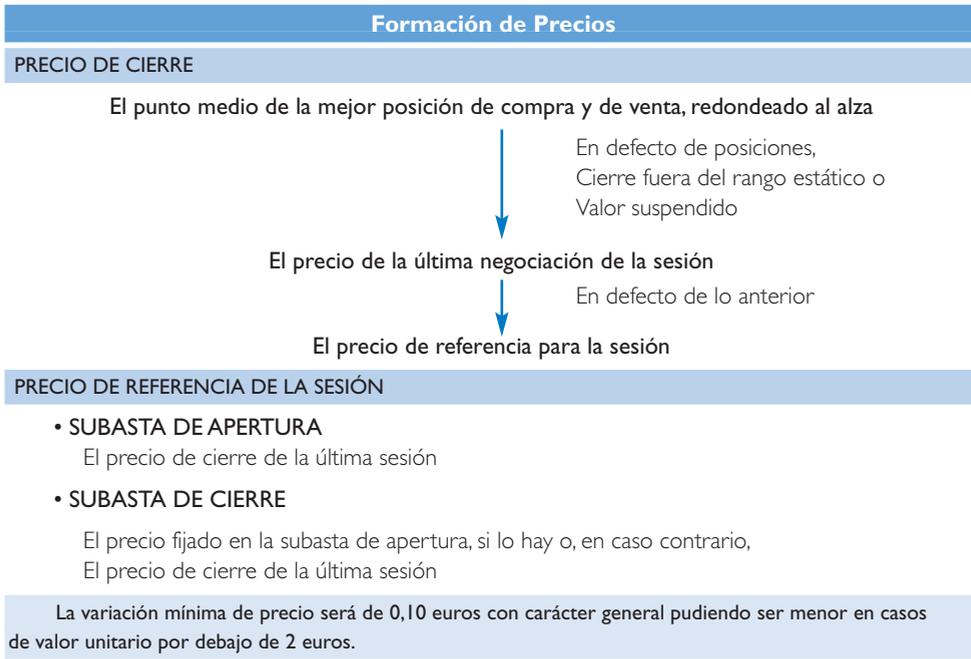
Los aspectos más relevantes de la formación de precios quedan recogidos en la figura 2.7.

2.4.4 Difusión Información

En lo relativo a difusión de información, clase de órdenes, fijación de precios y asignación de títulos, las subastas del Mercado se ajustarán a las normas generales aplicables al efecto al mercado español de acciones en el Sistema de Interconexión Bursátil.

En concreto, durante los períodos de subasta se harán públicos, de manera continua para cada acción, el precio que mejor cumpliría su algoritmo de negociación y el volumen que sería potencialmente ejecutable a ese precio. De no existir un posible precio de negociación, se harán públicos el mejor precio de compra y de venta con sus volúmenes asociados.

◆ Figura 2.7.: Formación de Precios



Fuente: Circular nº3 de 2008, de 22/01/2008. Elaboración Propia

Respecto de cada operación ejecutada se harán públicos el precio y volumen contratado.

En cuanto a las normas que regulan el registro contable, la compensación y la liquidación de estas operaciones aparecen recogidas en la Circular Iberclear I/2008, de 22 de Enero (Anexo 4 de este trabajo). Los procedimientos son los mismos que los aplicados a las operaciones de valores negociados en las Bolsas españolas de Valores.

2.4.5. Bloques

La modalidad de contratación por bloques es la destinada a que los miembros puedan aplicar órdenes de sentido contrario o concluir operaciones, siempre que se cumplan los requisitos de volúmenes y precios que se establecen para acceder en cada caso a la condición de bloque.

En este sentido, sólo podrán introducirse órdenes válidas para un día y procedentes de un solo ordenante, considerándose como tal la recibida de persona física o jurídica con capacidad de decisión sobre la totalidad de la orden, y quedando expresamente prohibidas las agrupaciones.

Antes del inicio de la subasta de apertura de la sesión siguiente a aquella en que se hayan efectuado las operaciones, se publicará en las pantallas del sistema de contratación el detalle de las operaciones ejecutadas.

Los miembros del Mercado podrán aplicar las órdenes de signo contrario o concluir operaciones, a través del sistema de contratación y dentro del horario establecido, siempre que se cumplan los siguientes requisitos:

- Precio: se permitirá en cada momento una variación del 25% sobre el precio de referencia.
- Importe mínimo: el importe efectivo de la operación deberá alcanzar, como mínimo, 50.000 euros.

En la tabla 2.5. quedan recogidos los puntos principales de la negociación por bloques.

■ Tabla 2.5.: Negociación por Bloques

| NEGOCIACIÓN POR BLOQUES |
|--|
| Para aplicar órdenes de sentido contrario o concluir operaciones |
| Están prohibidas las agrupaciones |
| Las operaciones ejecutadas son publicadas |

REQUISITOS:

- Precio: +/- 25% sobre el precio de referencia.
- Importe mínimo: 50.000 euros

Fuente: Circular nº3 de 2008, de 22/01/2008. Elaboración Propia

2.4.6. Operaciones Especiales

El horario para realizarlas será desde el cierre de la sesión hasta las ocho de la tarde.

Los miembros del Mercado podrán aplicar las órdenes de signo contrario, o concluir operaciones sin formularlas públicamente, fuera del horario de funcionamiento ordinario del Mercado y siempre que se cumplan los siguientes requisitos:

- Precio. El límite de variación sobre el precio de referencia será del 5%. Se podrán realizar operaciones a cualquier precio de la horquilla que resulte de aplicar el porcentaje arriba detallado.
- Importe mínimo. El importe efectivo de la operación deberá ser, como mínimo, de 50.000 euros.
- Comunicación de las operaciones. La comunicación de las operaciones se efectuará antes de las 20 horas.

Sin embargo, hay otras operaciones especiales que necesitan autorización de la Comisión de Supervisión del Mercado. Los miembros del Mercado podrán aplicar las órdenes de signo contrario o concluir operaciones sin formularlas públicamente, fuera de los límites de precio establecidos y siempre que obtengan la autorización correspondiente, que sólo podrá acordarse si concurre alguna de las siguientes circunstancias:

1. Que su importe sea superior a 50.000 euros.
2. Que concurra alguna de las siguientes circunstancias de interés societario:
 - Transmisiones relacionadas directamente con procesos de fusión o escisión de sociedades.
 - Transmisiones que tengan su origen en acuerdos de reorganización de un grupo empresarial.
3. Que se trate de la ejecución de los siguientes contratos antecedentes y compraventas complejas:
 - Compraventas que sean consecuencia de transacciones o acuerdos dirigidos a poner fin a conflictos.
 - Compraventas que formen parte de operaciones integradas por una pluralidad de contratos especiales relacionados entre sí.
4. Cualquiera otra causa que, a juicio de la Comisión de Supervisión del Mercado, justifique suficientemente la autorización de la operación.

La solicitud de autorización se cursará de acuerdo con el procedimiento descrito en la normativa, concretamente en el Manual del Operador, y deberá ser incluida en el sistema de con-

tratación con la antelación suficiente como para permitir que el trámite de autorización se efectúe antes de las ocho de la tarde.

La autorización de la operación se otorgará, en su caso, por la Comisión de Supervisión del Mercado y se comunicará al solicitante por el procedimiento descrito en el Manual del Operador, quedando ejecutada la misma desde el mismo momento de su autorización.

Antes del inicio de la subasta de apertura de cada día, se comunicarán las operaciones especiales que se hayan efectuado durante el día correspondiente a la sesión anterior.

Antes del inicio de la subasta de apertura de la sesión siguiente a aquella en que se hayan efectuado las operaciones, se publicará en las pantallas del sistema de contratación el detalle de las operaciones ejecutadas.

Los requisitos necesarios para efectuar operaciones especiales tanto sin necesidad de autorización como con ella quedan resumidos en la tabla siguiente (tabla 2.6.):

■ **Tabla 2.6.: Operaciones Especiales**

| Operaciones Especiales | |
|--|---|
| Desde el cierre de la sesión hasta las 20:00 | |
| * SIN AUTORIZACIÓN: | <ul style="list-style-type: none"> • Precio: +/- 5% sobre el precio de referencia. • Importe mínimo: 50.000 euros |
| * CON AUTORIZACIÓN: | <ul style="list-style-type: none"> • Importe mínimo: 50.000 euros • Que concurra alguna circunstancia de interés societario <ul style="list-style-type: none"> - Fusiones/Escisiones - Acuerdos de reorganización grupo empresarial • Que se trate de la ejecución de los siguientes contratos antecedentes y compraventas complejas <ul style="list-style-type: none"> - Para poner fin a conflictos - Pluralidad de contratos especiales relacionados entre sí. • Cualquier otra causa autorizada |
| <p>Antes del inicio de la subasta de apertura de cada día, se comunicarán las operaciones especiales que se hayan efectuado durante el día correspondiente a la sesión anterior; y se publicará en las pantallas del sistema de contratación el detalle de las operaciones ejecutadas.</p> | |

Fuente: Circular nº3 de 2008, de 22/01/2008. Elaboración Propia

2.4.7. Suspensión de contratación y paradas técnicas

Sin perjuicio de las decisiones que pueda adoptar al respecto la CNMV, y dando inmediatamente cuenta a ésta última, podrá suspenderse la contratación de los valores incorporados al Mercado cuando venga exigido por las siguientes causas:

- a) Perturbación del normal desarrollo de la negociación y actuaciones del Mercado.
- b) Evitar perjuicios a los inversores e intervinientes en el Mercado.
- c) Comisión de infracciones a normas de obligado cumplimiento.
- d) Impedir la comisión de infracciones.
- e) Garantizar el ordenado desarrollo de la negociación y actividades del Mercado. En particular podrán considerarse incluidos en esta causa el cese o baja del Asesor Registrado designado por el emisor o del Proveedor de Liquidez.
- f) Falta de remisión de la información exigible en relación con los valores negociados.

Al aviso de suspensión se le dará oportuna difusión para su conocimiento por miembros e inversores. Durante el período de suspensión, no se permitirá la introducción de propuestas, ni su ejecución, aunque sí la realización de consultas. Finalizada la suspensión, se reanudará a continuación la contratación, a la que serán aplicables los restantes apartados de las presentes Normas. Las paradas cautelares del Mercado por causas técnicas serán acordadas por la Comisión de Supervisión y comunicadas a la CNMV y a los miembros e inversores.

2.5. Los Asesores Registrados y el Contrato de Liquidez

Dos de las novedades de este mercado se encuentran en la necesidad que tienen las empresas interesadas en participar en él en contar con un asesor especializado, por una parte, y la de suscribir con un intermediario financiero un contrato de liquidez, por otra. Estas dos figuras se consideran dos piezas clave para el éxito de este Mercado.

Las funciones fundamentales que deben desarrollar estos asesores, denominados Asesores Registrados son dos; valorar la idoneidad de las empresas interesadas en incorporarse al segmento empresas en expansión; y asesorarles en el cumplimiento de las obligaciones que les corresponden y en la elaboración y presentación de la información financiera y empresarial requerida para actuar en el citado segmento.

El motivo de la introducción de esta figura es doble:

- Desde el punto de vista del inversor: la necesidad de ofrecer a los inversores que estén interesados en estas empresas una información comprensible y adecuada.

- Desde el punto de vista de las empresas emisoras: porque se ha estimado necesario que las empresas que quieren acceder a ese segmento y desenvolver en él su actuación de acuerdo con un conjunto de requisitos propios y específicos de tal segmento cuenten con la colaboración de un asesor especializado.

En ese sentido, esos Asesores colaborarán con las empresas para que estas puedan cumplir las obligaciones y responsabilidades que asumen al incorporarse a ese segmento y se presenten como un cauce especializado de interlocución con las mismas y como un medio de facilitar la inserción y desenvolvimiento de esas empresas en el nuevo régimen de negociación de sus valores.

La segunda figura que se contempla en la normativa de este Mercado es, como ya se ha mencionado, la obligación de suscribir un contrato de liquidez con algún intermediario financiero autorizado. Este contrato de liquidez persigue unos objetivos fundamentales para el buen funcionamiento de la negociación, esto es, favorecer la liquidez de las transacciones, conseguir una suficiente frecuencia de contratación y reducir las variaciones en el precio cuya causa no sea la propia tendencia del mercado.

Esta figura ya existe en los mercados oficiales de negociación tanto españoles como comunitarios pero no de forma obligatoria. De hecho, será la normativa general, que más adelante comentaremos, la que sirva como base para la adaptación, mediante Instrucción Operativa, a este segmento específico de negociación.

2.5.1. Los asesores registrados

La Circular 4/2008, aprobada por el Consejo de Administración del Mercado Alternativo Bursátil en su sesión de 22 de enero de 2008, recoge el régimen de designación y actuación de tales Asesores. Hemos estructurado esta normativa en tres grandes apartados:

a) *Condiciones, proceso, mantenimiento y designación*

La condición de Asesor Registrado puede obtenerla cualquier persona jurídica que tenga experiencia en el asesoramiento a compañías en relación con su actuación en el mercado de valores.

Las condiciones que se les exige para desarrollar esta función son principalmente cuatro (ver tabla 2.7):

I. Experiencia

Esta experiencia se requiere tanto en lo que se refiere a la preparación y revisión de folletos informativos y otra documentación de información financiera, como en la comprobación de los requisitos exigidos para la admisión a negociación en mercados y sistemas organizados de negociación.

Además, esta experiencia podrá referirse a los diversos ámbitos y modalidades del asesoramiento empresarial, habrá de derivar de operaciones de volúmenes, complejidad, frecuencia y relevancia dentro de los mercados y sistemas a los que se refieran y podrá ser acreditada a través de la experiencia de los directivos y responsables de la entidad en cuestión.

2. Contar con personal cualificado

Además, deberá contar con personal cualificado y con experiencia en esas áreas de actividad, especificando el personal que estará específicamente dedicado a su actuación en cuanto Asesor Registrado y ajustar su dimensión y nivel de dedicación al volumen de esa actuación. En todo caso, ese personal habrá de consistir, al menos, en dos empleados cualificados responsables de esa actuación.

3. Independencia respecto de la empresa emisora

Estas entidades deberán indicar las relaciones y vínculos que mantengan con las compañías que les designen como Asesores Registrados y describir los procedimientos y mecanismos que hayan estado aplicando para salvaguardar su independencia en cuanto Asesor Registrado respecto de las empresas a las que asesore.

4. Separación de actuaciones

Por último, deben tener una total separación entre sus actuaciones en cuanto Asesor Registrado y los restantes cometidos que puedan llevar a cabo en el segmento Empresas en Expansión, con descripción de los procedimientos y mecanismos que apliquen para ello, especialmente en relación con la prevención y tratamiento de los eventuales conflictos de interés con su eventual condición de miembro del MAB o de proveedor de liquidez. Las entidades habrán de describir los procedimientos y mecanismos que hayan estado aplicando para salvaguardar esa separación de actuaciones entre las diversas áreas de actividades y servicios que hayan venido desarrollando, simultáneamente, en mercados y sistemas organizados de negociación.

■ Tabla 2.7.: Requisitos Asesores Registrados

| Requisitos Asesores Registrados |
|--|
| Personas Jurídicas Experiencia: Experiencia, de la entidad o de sus responsables, en el asesoramiento a compañías, en particular en lo relativo al mercado de valores |
| Personal Cualificado Con al menos 2 personas cualificadas dedicadas a esta función |
| Independencia Respecto de la Empresa Emisora |
| Separación de Actuaciones Sin conflictos de interés con otras actuaciones en el MAB |

Fuente: Circular nº4 de 2008, de 22/01/2008. Elaboración Propia.

En cuanto al procedimiento para actuar como tales, las entidades interesadas en acceder a la condición de Asesores Registrados deberán manifestarlo ante el Director Gerente del MAB, quien dará cuenta de tales solicitudes a la Comisión de Coordinación e Incorporaciones y a la CNMV. El Consejo de Administración deberá pronunciarse sobre las solicitudes recibidas en el plazo máximo de tres meses.

La actuación como Asesores Registrados exigirá la previa inscripción en el Registro de Asesores Registrados que el Mercado llevará, que será público y accesible a través de la página web del Mercado.

Estos Asesores Registrados informarán al Mercado de cuantos hechos, decisiones y circunstancias afecten a los requisitos que les son exigibles en cuanto tales Asesores. Con independencia de lo anterior, también deberán facilitar al Mercado las informaciones periódicas que éste tenga establecidas. El Mercado podrá recabar de éstos cuanta información estime necesaria así como llevar a cabo las actuaciones que fuesen, en su caso, precisas para contrastar la información que se le ha facilitado.

Como ya se ha mencionado, cada empresa que se incorpore a este segmento deberá tener en todo momento designado un Asesor Registrado, designación que puede ser ulteriormente modificada en los términos que las partes consideren convenientes. Entre ambos podrán convenir los términos y condiciones que estimen más adecuados para regir sus recíprocas relaciones y establecer los oportunos cauces de comunicación entre ellos.

b) Funciones y cometidos de los asesores registrados

La función principal de los Asesores Registrados es la de asistir a las empresas con valores incorporados al segmento Empresas en Expansión del MAB en el cumplimiento de las obligaciones que les corresponden en su actuación en ese segmento. En el desarrollo de esa función general, corresponden a los Asesores Registrados los siguientes cometidos concretos:

1. Comprobar que cumple los requisitos para su incorporación, asistiéndole en la preparación del folleto informativo si éste es requerido o, en caso contrario, en la preparación del documento informativo exigido por la normativa.
2. Revisar la información que la compañía vaya a remitir con carácter periódico o puntual y verificar que cumple con las exigencias de contenido y plazos previstos en la normativa.
3. Asesorar acerca de los hechos que pudiesen afectar al cumplimiento de las obligaciones que la empresa ha asumido al incorporarse, y sobre la mejor forma de tratar tales hechos y de evitar incumplimientos de tales obligaciones.
4. Trasladar al MAB los hechos que puedan suponer un potencial incumplimiento relevante de las obligaciones asumidas por la empresa que no hubiese quedado subsanado mediante su asesoramiento.
5. Gestionar, atender y contestar las consultas y solicitudes de información que el Mercado le dirija en relación con la situación de la compañía, la evolución de su actividad, el nivel de cumplimiento de sus obligaciones y cuantos otros datos el Mercado considere relevantes. A estos efectos, deberá mantener el necesario contacto regular con la compañía y analizar las situaciones excepcionales que puedan producirse en la evolución del precio, volúmenes de negociación y restantes circunstancias relevantes en la negociación de los valores de la compañía, para lo que podrá contar con la asistencia de terceras entidades, particularmente con el proveedor de liquidez.
6. Comprobar que, en el caso de que adopte un acuerdo de exclusión de negociación del Mercado que no esté respaldado por la totalidad de los accionistas, el precio al que el emisor ofrezca la adquisición de sus acciones a los accionistas que no hayan votado a favor de tal exclusión se haya justificado por el emisor de acuerdo con los criterios previstos en la regulación aplicable a las ofertas públicas de adquisición de valores para los supuestos de exclusión de negociación.

La Circular 4/2008 también señala además de las anteriores funciones que los Asesores Registrados deberán para el desarrollo de estos cometidos:

- Suscribir las declaraciones que la normativa prevea en cuanto a la incorporación e información de las compañías.
- Cursar al Mercado, a la mayor brevedad posible, las comunicaciones que contesten a las consultas y solicitudes de información que este último pueda dirigirle.

Las anteriores funciones se recogen de forma resumida en la tabla 2.8.

■ Tabla 2.8.: Funciones de los Asesores Registrados

| Funciones de los Asesores Registrados |
|---|
| A la hora de la Incorporación |
| <ul style="list-style-type: none"> • Comprobar que la empresa cumple con los requisitos de incorporación y asistirle en la preparación de la documentación requerida |
| Mientras la Empresa permanece en el Mercado |
| <ul style="list-style-type: none"> • Revisar que la información periódica o puntual cumpla la normativa • Asesorar sobre los hechos que pudiesen afectar al cumplimiento de la empresa con el MAB • Trasladar al MAB los potenciales incumplimientos relevantes • Estar disponibles ante el MAB para gestionar y atender las solicitudes de información |
| En caso de Exclusión de Valores |
| <ul style="list-style-type: none"> • Comprobar que el precio en caso de exclusión se ajusta a la normativa |

Fuente: Circular nº4 de 2008, de 22/01/2008. Elaboración Propia.

c) Incumplimiento de los requisitos y cometidos de los asesores registrados

El incumplimiento de los requisitos exigibles a los Asesores Registrados y de los cometidos que deben llevar a cabo podrá dar lugar a la adopción, por parte de los órganos del Mercado, de cualquiera de las siguientes actuaciones:

1. Apercibimientos mediante escritos dirigidos a obtener acciones correctoras de las actuaciones incumplidoras.
2. Suspensión de la posibilidad de ser designado Asesor Registrado por parte de nuevos emisores.
3. Baja de la entidad en el Registro de Asesores Registrados.

La primera medida podrá ser adoptada por el Director Gerente o por la Comisión de Supervisión pero para adoptar las otras dos, deberán ser acordadas por el Consejo de Administración del Mercado previo informe del Comité de Coordinación e Incorporaciones y previa audiencia del interesado y serán comunicadas en el mismo día de su adopción a la CNMV y publicadas en la web del Mercado.

Con fecha 3/06/2008, el Consejo de Administración del MAB acordó el acceso a la condición de Asesor Registrado y su inscripción en el Registro de unas determinadas entidades e hizo público dicho listado, que recogemos como Anexo 5 de este trabajo.

2.5.2. El Proveedor de liquidez

Las especiales características de las empresas que van a incorporarse al segmento de empresas en expansión hacen necesaria la figura de una entidad que facilite la liquidez de las mismas y a la que, en lo sucesivo, se aludirá como Proveedor de Liquidez.

Este Proveedor de Liquidez deberá ser una empresa de servicios de inversión o una entidad de crédito con la que la sociedad cotizada o alguno de los accionistas de referencia de la sociedad cotizada hubieran concertado un contrato de liquidez. En el marco de dicho contrato, la Comisión de Supervisión del Mercado estudiará la posible actuación por cuenta propia del Proveedor de Liquidez.

En la Circular 3/2008 se recoge de forma expresa que el objeto de los contratos de liquidez será favorecer la liquidez de las transacciones, conseguir una suficiente frecuencia de contratación y reducir las variaciones en el precio cuya causa no sea la propia tendencia del mercado.

Dicho contrato debe prohibir expresamente que el Proveedor de Liquidez solicite o reciba de la sociedad cualesquiera instrucciones sobre el momento, precio o demás condiciones de las operaciones que ejecute en virtud del contrato. Tampoco podrá solicitar ni recibir información relevante de la sociedad.

El Proveedor de Liquidez deberá disponer de una estructura organizativa interna que garantice la independencia de actuación de los empleados encargados de gestionar el contrato de liquidez respecto a la sociedad de cuyas acciones se trate.

El Proveedor de Liquidez transmitirá a la sociedad la información sobre la ejecución del contrato que aquélla precise para el cumplimiento de sus obligaciones legales.

El contrato de liquidez deberá establecer un sistema de remuneración del Proveedor de Liquidez que no le aliente a influir artificialmente sobre el precio o volumen de las transacciones. En particular, la remuneración no podrá basarse en el número de operaciones realizadas, sin perjuicio de que se resarza al intermediario de los gastos en que incurra al realizarlas. Las operaciones deberán llevarse a cabo en el Mercado dentro de sus horarios habituales de negociación. No podrán efectuarse a través del sistema de contratación de bloques ni a través de operaciones especiales.

Mediante Instrucción Operativa se podrá precisar el régimen de actuación del Proveedor de Liquidez que deba incorporarse al contrato de liquidez, y se publicará un modelo orientativo del mismo.

La Comisión de Supervisión del Mercado podrá eximir de la necesidad de provisión de liquidez a aquellas compañías que demuestren liquidez suficiente.

Se publicará en el Boletín del Mercado la identidad de las entidades que actúen como Proveedores de Liquidez y los valores a los que se refiera esa actuación.

La tabla 2.9. recoge los aspectos principales mencionados anteriormente de forma resumida.

■ Tabla 2.9.: Aspectos principales sobre los Proveedores de Liquidez

| Proveedor de Liquidez |
|--|
| Empresa Servicios Inversión o Entidad de Crédito |
| OBJETIVOS CONTRATO LIQUIDEZ |
| <ul style="list-style-type: none"> • Favorecer la liquidez de las transacciones • Conseguir una suficiente frecuencia de contratación • Reducir las variaciones en el precio cuya causa no sea la propia tendencia del mercado |
| Condiciones para Proveedor de Liquidez |
| <ul style="list-style-type: none"> • No puede solicitar ni recibir instrucciones de la emisora sobre precios, momentos ni cualquier otra condición • No puede solicitar ni recibir información relevante de la emisora • Debe tener una estructura organizativa interna que garantice la independencia de la emisora • La remuneración no debe alentar la intervención artificial sobre precio y/o volumen • Deben llevarse a cabo las operaciones en el horario habitual • No puede realizar operaciones por bloque ni especiales |

Fuente: Circular nº3 de 2008, de 22/01/2008. Elaboración Propia.

2.5.2.1. El Contrato de liquidez

El MAB ha dejado previsto en la normativa que mediante Instrucción Operativa dictará las normas básicas para este tipo de contratos en el mercado de empresas de reducida capitalización. Para el desarrollo de esta normativa específica se tomará como base el modelo de contrato diseñado por la CNMV para los emisores que cotizan en el mercado secundario oficial sobre las acciones de dicho emisor.

En efecto, la CNMV, en la Circular 3/2007, de 19 de diciembre, regula los contratos de liquidez a los efectos de su aceptación como práctica de mercado. El objeto es determinar los límites y las condiciones en que las operaciones realizadas en virtud de estos contratos pueden considerarse como una práctica aceptada a los efectos de lo previsto en la legislación vigente.

Cabe también señalar que otros supervisores europeos ya han aceptado o están en proceso de aceptar como práctica de mercado los contratos de provisión de liquidez, a los efectos del artículo 2 de la Directiva 2004/72/CE.

Sin embargo, es necesario precisar que no es imprescindible someterse a este modelo de forma obligatoria; así, las operaciones realizadas al amparo de un contrato de liquidez que no cumpla con las condiciones establecidas en esta Circular, no deberán considerarse por sí solas como abuso de mercado sino que serán valoradas por la CNMV al efecto.

Muchos son los aspectos que la CNMV ha tenido en cuenta para regular estos contratos debido a los efectos que puede provocar la aceptación de esta práctica; principalmente han sido los siguientes:

- El grado de transparencia de la actividad.
- Su influencia en la interacción entre la oferta y la demanda.
- La necesidad de preservar la actuación de las fuerzas del mercado.
- La medida en que estos contratos se ajustan a los mecanismos de negociación.
- El riesgo que pudiera representar para la integridad de los mercados.
- Las características estructurales del mercado y la experiencia en materia supervisora.

Bajo esta normativa ya han sido varias las empresas que han cumplido con la obligación de informar a la CNMV de los contratos firmados. A modo de ejemplo, en la siguiente tabla recogemos los aspectos principales de dichos acuerdos.

■ **Tabla 2.10.: Contratos de liquidez empresas españolas**

| Contratos de Liquidez | | | |
|-----------------------|--------------------|---------------------------------|--|
| EMPRESA | ESI o E.CRÉDITO | IMPORTE | Nº TÍTULOS MÁX. |
| SOLARIS | Banesto Bolsa | 15 mm € | 1,3 mm títulos (1,2% capital) Si cotiz.= 11,5 € |
| INYPESA | Alpha Finanzas | 90.000 acciones+ 110.355,47€ | 27.588 acciones Si cotiz.= 4€ |
| TÉCNICAS REUNIDAS | Merrill Lynch | | 5% de autocartera 1,006% capital |
| ABENGOA | Santander Bolsa | 62,4 mm€ | 2,7 mm acciones (3%capital) |

Fuente: Expansión 24/02/2008. Elaboración propia

A partir de estas premisas, la normativa regula la relación entre Proveedor y Emisor de forma prolija. No entramos en desarrollarla por cuanto que está todavía pendiente concretar las peculiaridades que tendrán estos contratos para este segmento específico de negociación.

3

Mercados Alternativos Bursátiles en el Contexto Internacional

3. Mercados Alternativos Bursátiles en el Contexto Internacional

3.1. Introducción

A nivel internacional existen multitud de mercados de valores destinados a empresas pequeñas y medianas, también conocidos como mercados alternativos, paralelos o segundos mercados. Éstos se pueden encontrar tanto en países desarrollados como en países en vía de desarrollo, aunque las características de cada uno difieren ya que por lo general son mercados autorregulados.

En la tabla 3.1 se muestran los mercados para pequeñas y medianas empresas que forman parte de la Federación Internacional de Bolsas de Valores (“International Federation of Stock Exchanges”). En dicha tabla aparecen el número total de empresas que cotizan y su capitalización en millones de dólares, para el año 2007, lo que nos da una idea del elevado grado de implantación de los mismos.

■ **Tabla 3.1.: Mercados para pequeñas y medianas empresas a nivel mundial**

| Mercados Bursátiles para pequeñas y Medianas Empresas -Datos a finales de 2007 | | | | | |
|--|--|--------------------|------------------|----------------------|----------------------------------|
| BOLSA (País) | Nombre del Mercado | NÚMERO DE EMPRESAS | | | CAPITALIZACIÓN Millones de \$ |
| | | Total | Empresas Locales | Empresas Extranjeras | |
| Europa | | | | | |
| Athens Exchange (Grecia) | <i>Atex Medium & Small Capitalization Category</i> | 159 | 158 | 1 | 21.644 |
| Borsa Italiana (Italia) | <i>Mercato Expandi</i> | 35 | 35 | 0 | 15.704 |
| Deutsche Börse (Alemania) | <i>Entry Standard</i> | 112 | 103 | 9 | |
| Euronext (Francia, Bélgica, Holanda) | <i>Alternext</i> | 119 | 113 | 6 | 8.389 |
| Irish SE (Irlanda) | <i>Irish Enterprise Exchange</i> | 30 | 24 | 6 | 4.507 |
| London SE (Reino Unido) | <i>AIM</i> | 1.694 | 1347 | 347 | 194.190 |
| NASDAQ OMX (Países Nórdicos) | <i>First North</i> | 126 | 123 | 3 | 5.122 |
| Warsaw SE (Polonia) | <i>SiTech</i> | 24 | 24 | 0 | 482 |
| Wiener Börse (Austria) | <i>Semi-official market and Third Market</i> | 34 | 25 | 9 | 2.341 |
| América | | | | | |
| Buenos Aires SE (Argentina) | <i>Pyme Board</i> | 2 | 2 | 0 | 6,39 |
| Lima SE (Perú) | <i>BVL Venture Exchange</i> | 6 | 0 | 6 | |
| Sao Paulo SE (Brasil) | <i>SOMA</i> | 89 | 89 | 0 | 26.314,27 |
| TSX Group (Canada) | <i>TSX Venture</i> | 2.338 | 2.338 | 0 | 58.895,64 |
| Asia - Pacífico | | | | | |
| Bombay SE (India) | <i>Indonex</i> | 533 | 533 | 0 | 41.831,03 |
| Bursa Malaysia (Malasia) | <i>Second Board</i> | 227 | 227 | 0 | 4.418,11 |
| Bursa Malaysia (Malasia) | <i>Mesdaq Market</i> | 124 | 124 | 0 | 3.329,20 |
| Hong Kong Exchanges (China) | <i>Growth Enterprise Market</i> | 193 | 193 | 0 | 20.658,30 |
| Korea Exchange (Corea del Sur) | <i>Kosdaq</i> | 1.022 | 1021 | 1 | 106.694,88 |
| New Zealand Exchange (Nueva Zelanda) | <i>New Zealand Alternative Market</i> | 29 | 29 | 0 | 438,62 |
| Osaka SE (Japón) | <i>New Market "Hercules"</i> | 173 | 172 | 1 | 15.241,69 |
| Philippine SE (Filipinas) | <i>SME Board</i> | 2 | 2 | 0 | 109,25 |
| Singapore Exchange (Singapur) | <i>Sesdaq</i> | 157 | 121 | 36 | 7.029,84 |
| Thailand SE (Tailandia) | <i>Market for Alternative Investment (MAI)</i> | 48 | 48 | 0 | 1.083,16 |
| Tokyo SE (Japón) | <i>Mothers</i> | 198 | 195 | 3 | 24.805,12 |
| Oriente Medio - África | | | | | |
| Istanbul SE (Turquía) | <i>Second National Market</i> | 14 | 14 | 0 | 1.435 |
| Istanbul SE (Turquía) | <i>New Economy Market</i> | 3 | 3 | 0 | 101 |
| JSE (Sudáfrica) | <i>Alternative Exchange</i> | 75 | 71 | 4 | 4.571 |
| JSE (Sudáfrica) | <i>Development Capital Market</i> | 7 | 7 | 0 | 34 |
| JSE (Sudáfrica) | <i>Venture Capital Market</i> | 9 | 8 | 1 | 223 |
| Mauritius SE (Islas Mauricio) | <i>Development & Enterprise Market</i> | 50 | 50 | 0 | 1.091 |

Fuente: Word Federation of Exchanges

Como se puede observar están funcionando en las principales plazas financieras del mundo y son muchas las empresas que acceden a los mismos para encontrar financiación. A dichos mercados deberíamos añadir los mercados para pequeñas y medianas empresas existentes en Estados Unidos como el NASDAQ's Small-Cap Market.

Estos mercados han cobrado mucho auge en los últimos años, como prueba el aumento en el número de empresas que se incorporan a los mismos cada año. Si se observa la tabla 3.2 se puede apreciar que, en Europea, en la mayoría de estos mercados se ha producido un incremento muy elevado respecto al año anterior, destacando por este aspecto el gran aumento de Alternext, superior al 50%. En el año 2007 sólo hay que destacar la importante disminución en el Si-tech polaco.

■ **Tabla 3.2.: Número de Empresas en los Mercados Europeos**

| Mercados Bursátiles para pequeñas y Medianas Empresas -Comparación 2007/08 | | | | |
|--|---|--------------------|------------|-----------------------|
| BOLSA (País) | Nombre del Mercado | NÚMERO DE EMPRESAS | | |
| | | Total 2007 | Total 2006 | % Variación 2007/2006 |
| Europa | | | | |
| Athens Exchange (Grecia) | Alex Medium & Small Capitalization Category | 159 | 174 | -8,62% |
| Borsa Italiana (Italia) | Mercato Expandi | 35 | 26 | 34,62% |
| Deutsche Börse (Alemania) | Entry Standard | 112 | 76 | 47,37% |
| Euronext (Francia, Bélgica, Holanda) | Alternext | 119 | 75 | 58,67% |
| Irish SE (Irlanda) | Irish Enterprise Exchange | 30 | 23 | 30,43% |
| London SE (Reino Unido) | AIM | 1.694 | 1.634 | 3,67% |
| NASDAQ OMX (Países Nórdicos) | First North | 126 | 81 | 55,56% |
| Warsaw SE (Polonia) | SiTech | 24 | 45 | -46,67% |
| Wiener Börse (Austria) | Semi-official market and Third Market | 34 | 32 | 6,25% |

Fuente: Word Federation of Exchanges

De todos estos mercados, los que comparten más similitudes con el español, tanto de funcionamiento como geográficas, son el inglés, AIM, y el francés, Alternext. De hecho, en muchos aspectos el MAB español se ha creado a imagen y semejanza de dichos mercados. Por este motivo, en los próximos epígrafes describiremos las características más importantes y las cifras más relevantes de estos mercados. Terminaremos realizando una comparación de estos dos mercados con el español. Es importante destacar que las similitudes entre estos tres mercados también generan una fuerte competencia a la hora de atraer empresas a cotizar en los mismos.

3.2. El Mercado AIM Inglés

3.2.1. Características del Mercado y requisitos que exigen

AIM (Alternative Investment Market) es el Mercado internacional para pequeñas y medianas empresas en crecimiento de cualquier país y cualquier sector industrial, perteneciente al

London Stock Exchange (Bolsa de Londres), con sede en Londres. La creación de este mercado se remonta a 1995.

Este mercado está autorregulado por un conjunto de normas establecidas por el equipo de regulación del AIM y que afectan a las compañías que forman parte del mercado (“AIM rules for Companies”), a los asesores registrados (“AIM rules for Nominated Advisers”) y a los procedimientos disciplinarios y apelaciones (“AIM Disciplinary Procedures and Appeals Handbook”). La supervisión del mismo corresponde a la Bolsa de Londres.

Los agentes que forman parte de este mercado son tres. En primer lugar los asesores registrados, denominados “nomad, nominated advisers”, cuya función es asesorar a la empresa tanto en el proceso de admisión como una vez que entre a cotizar en el mercado. En segundo lugar los “brokers”, miembros de la Bolsa de Londres cuya misión es facilitar la liquidez de los valores y que a su vez también pueden actuar como asesores registrados. Por último, también existe la figura de *especialista de mercado* (“market specialist”), entre los que se incluyen abogados, contables y relaciones públicas, entre otros, que apoyan y asesoran a las empresas que cotizan en este mercado para facilitar el éxito de sus negocios.

Las empresas tienen dos formas de emitir sus acciones para acceder a este mercado, bien mediante oferta pública de títulos o bien sin oferta pública mediante colocación privada dirigida a instituciones.

Con relación a los gastos iniciales que conlleva cotizar en este mercado, siguiendo un estudio publicado por Deutsche Borse, realizado por el profesor Schiereck⁷, el coste total medio de la Oferta Pública de Acciones supone un 17% del total de la emisión. Dicho coste incluye tanto las comisiones directas que cobra el banco de inversión que prepara la colocación, como las comisiones indirectas que cobran abogados, auditores y otros costes varios. No obstante, dicho coste se puede reducir hasta el 8% para emisiones superiores a los 10 millones de libras (12,8 M €). Además de los mencionados con anterioridad también hay que considerar el coste pagado por la admisión al mercado, que varía según la capitalización bursátil que tenga la compañía el día que empiece a cotizar, oscilando desde 5.800 libras (≈7.500 €) para una capitalización inferior a 5 millones de libras, a 50.000 libras (≈65.000 €) para empresas con una capitalización bursátil de 250 millones de libras. Por último, hay que mencionar el coste de mantenimiento, ya que en los sucesivos años hay que pagar una comisión anual de 4.750 libras (≈6.130 €) para permanecer en el mercado.

Por otro lado, y como medida para potenciar el crecimiento de este mercado, podemos destacar la existencia de varias exenciones fiscales. Las primeras son las disponibles para inversores (tanto individuales como institucionales) en empresas del AIM. Para los inversores individuales existen beneficios fiscales relacionados con la fiscalidad favorable de las plusvalías

⁷ “Going Public and Being Public – A Global Comparison of the Impact of the Listing Decision on the Cost of Capital”, estudio publicado por Deutsche-boerse.

procedentes de inversiones en sociedades que no cotizan en mercados organizados, ya que a efectos fiscales se consideran como empresas no cotizadas, y exenciones en el impuesto de sucesiones. Para los inversores institucionales las exenciones se rigen según el régimen existente para el capital riesgo. El segundo tipo de exenciones fiscales están destinadas a las empresas que coticen en este mercado, consistentes en la reducción de la cuota impositiva en el año en el que realizan la emisión.

Según la normativa vigente puede ser asesor registrado en este mercado (“nominated advisers”) una sociedad financiera con dos años de experiencia en operaciones corporativas, que cuente entre sus empleados con cuatro o más ejecutivos cualificados y que haya sido asesor en tres operaciones relevantes. Una vez que cumplan con todos estos requisitos debe ser aprobada su entrada por el London Stock Exchange y pasan a formar parte en un registro al efecto.

Entre las principales responsabilidades que tienen los asesores registrados está la de actuar de intermediario entre la bolsa y la empresa emisora, certificar la idoneidad del emisor para entrar en el mercado y, tras la admisión, comprobar que el emisor cumple las normas vigentes y verificar los documentos que se entregan.

Los requisitos que debe cumplir el emisor para entrar en el mercado se recogen en las normas publicadas por el AIM (“AIM rules for companies”). En primer lugar, hay que comentar que no se exige capital mínimo ni capital flotante (“free float”) mínimo a las empresas que deseen formar parte de este mercado. Tampoco existen restricciones a la transmisibilidad de las acciones de la empresa ni sobre la limitación a la participación de accionistas nacionales o extranjeros. No se exige ningún número mínimo de accionistas.

Si bien no se requiere una antigüedad mínima a la empresa que desea formar parte de este mercado, en la realidad son necesarios al menos dos años para poder cotizar, ya que es el tiempo mínimo que conlleva realizar todos los procesos previos a la salida a bolsa.

Los títulos deben ser transferibles, negociables, de la misma clase y estar entregados y registrados electrónicamente.

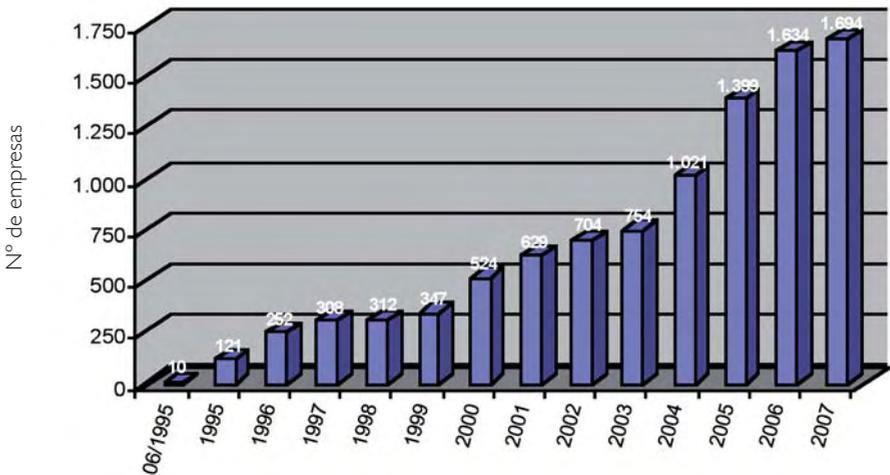
Por último, como ya hemos comentado anteriormente, la empresa debe tener un asesor registrado, un broker, un auditor y un abogado externo. También es recomendable una agencia de relaciones públicas para tratar con los inversores y la prensa. Además, debe tener una persona de contacto y contar con una dirección Web para publicar de forma digital documentos y sus cuentas según las normas internacionales “NIIF”, o bien otras que también estén autorizadas por el AIM.

3.2.2. Información financiera y bursátil sobre el mercado AIM

Desde la puesta en marcha de este mercado, en junio de 1995, hasta marzo de 2008, 2.489 empresas del Reino Unido y 491 empresas extranjeras (procedentes de más de 25 países), han formado parte del mismo, consiguiendo capital en las emisiones realizadas por más de 55.000 millones de libras esterlinas. A su vez, desde su creación, unas 1.000 compañías han abandonado AIM por diferentes motivos (incluido su pase al primer mercado). A finales de marzo de 2008 formaban parte del mismo 1.680 empresas. Seguidamente realizaremos un análisis más detallado de las principales variables que definen este mercado.

AIM nació en 1995 con sólo 10 empresas, que pasaron a ser 118 a finales de ese mismo año. Durante los primeros años el crecimiento fue lento (ver figura 3.1) aunque continuado, lo que da idea de la utilidad del mismo para las empresas de pequeño tamaño que desean crecer, si bien es necesario un tiempo para que vayan apreciando las ventajas de cotizar en este mercado y confíen en él. En el año 2000 se produjo un gran incremento, que se correspondía con el auge de los mercados bursátiles, al igual que en el 2004 y 2005. Durante los años 2006 y 2007 el crecimiento ha sido moderado, mientras que en lo que va de 2008 es negativo, influenciado por la actual situación económica.

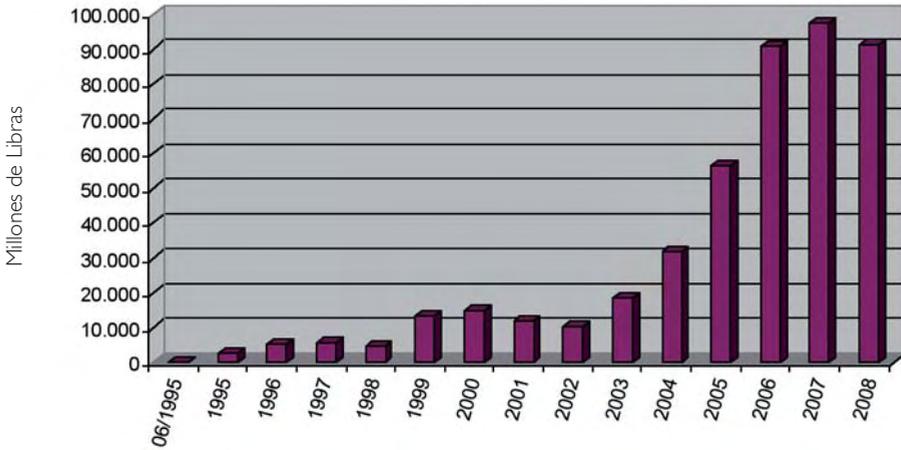
◆ Figura 3.1.: Evolución del número total de empresas que cotizan en el mercado AIM



Fuente: Estadísticas del London Stock Exchange y World Federation of Exchanges

La capitalización bursátil de las empresas que forman de AIM también ha crecido de forma anual (ver figura 3.2), excepto en los años 2001, 2002 y 2008, alcanzando a junio de 2008 los 91.326,75 millones de libras. Dichas cifras evidencian la importancia cada vez mayor de estos mercados.

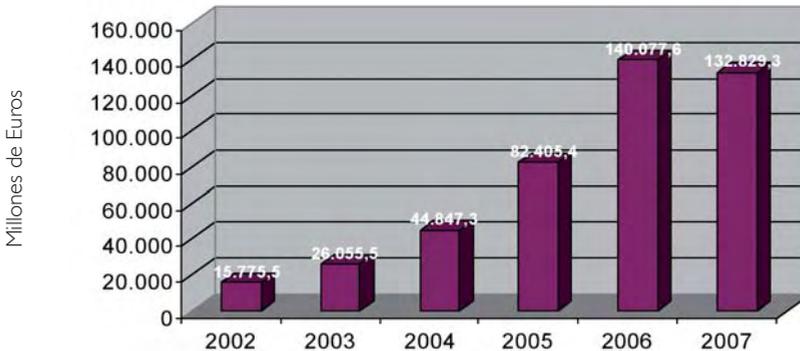
◆ Figura 3.2.: Capitalización bursátil del total de las empresas de mercado AIM



Fuente: Estadísticas del London Stock Exchange y Word Federation of Exchanges

En la figura 3.3, se puede ver la evolución de la capitalización alcanzada desde 2002, en euros. El descenso sufrido el último año se debe al tipo de cambio libra/euro, ya que la cifra en libras si creció.

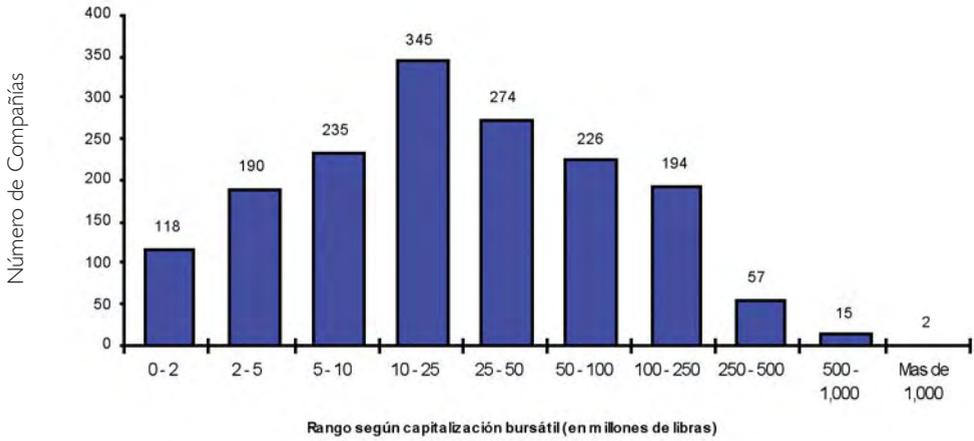
◆ Figura 3.3.: Capitalización bursátil del total de las empresas de mercado AIM



Fuente: Estadísticas del London Stock Exchange y Word Federation of Exchanges

De las 1694 empresas que formaban parte de este mercado en 2007, 345 tienen una capitalización bursátil entre 10 y 25 millones de libras (13,6 y 34 millones de euros), 274 entre 25 y 50 millones de libras y 235 entre 5 y 10 millones, lo que indica que son empresas de tamaño medio las que forman parte del mismo. La distribución resultante se puede ver en la figura 3.4.

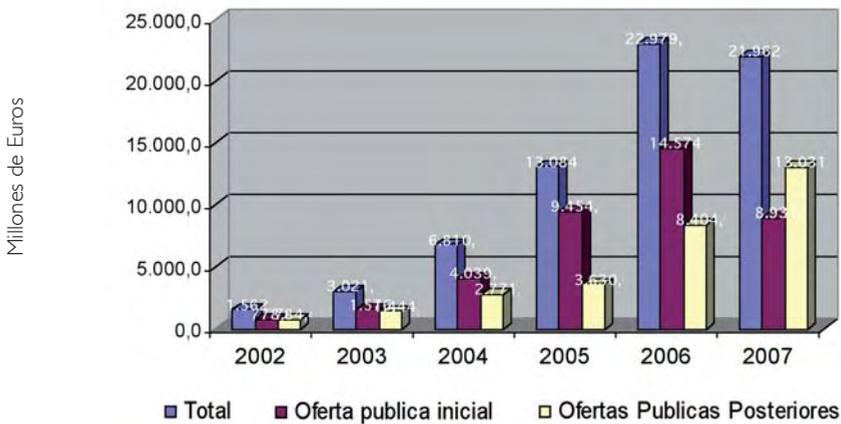
◆ Figura 3.4.: Número de empresas según capitalización, 2007



Fuente: Estadísticas del London Stock Exchange

El capital que han conseguido estas empresas con la emisión de las acciones a través de la oferta pública inicial realizada para formar parte del mismo, o bien en posteriores emisiones una vez que ya formaban parte de este mercado, se ha incrementado de forma creciente en pocos años, pasando de 1.500 millones de euros en 2002 a cerca de 22.000 millones en 2007 (ver figura 3.5). Si bien de 2003 a 2006 el capital provenía mayoritariamente de ofertas públicas iniciales, en 2002 y 2007 fue de ampliaciones de capital de empresas que ya cotizaban en el mercado. Gran parte de dicho incremento se debe a empresas de fuera del Reino Unido. Con relación a la procedencia de los inversores, aproximadamente el 50% son institucionales, mientras que la otra mitad son inversores minoristas.

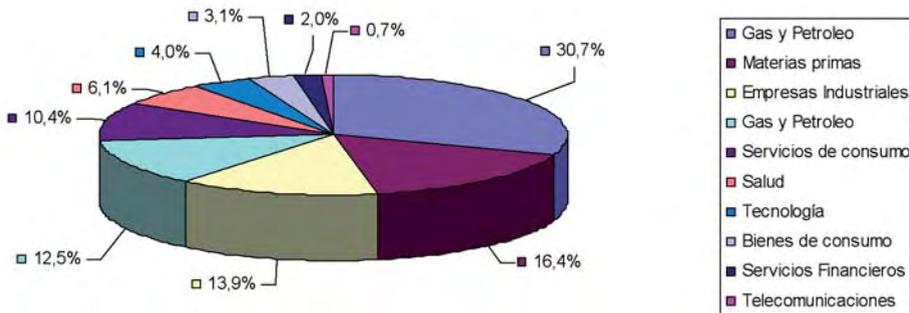
◆ Figura 3.5.: Capital conseguido por parte de las empresas del mercado AIM



Fuente: Estadísticas del London Stock Exchange y World Federation of Exchanges

Dentro del AIM se pueden encontrar empresas en distintos momentos de su ciclo de vida, desde empresas en su etapa inicial o creadas a partir de capital riesgo, así como empresas ya establecidas pero que desean expandirse. Los sectores a los que pertenecen también son variados, siendo los más importantes a finales de 2007 por capitalización, el sector de servicios financieros (principalmente inmobiliarias y empresas de inversión), seguidas de empresas de materias primas (principalmente empresas de minería) y el de empresas industriales (principalmente servicios de apoyo y componentes industriales y electrónicos). En la figura 3.6 se observa la distribución entre todos los sectores a finales de 2007.

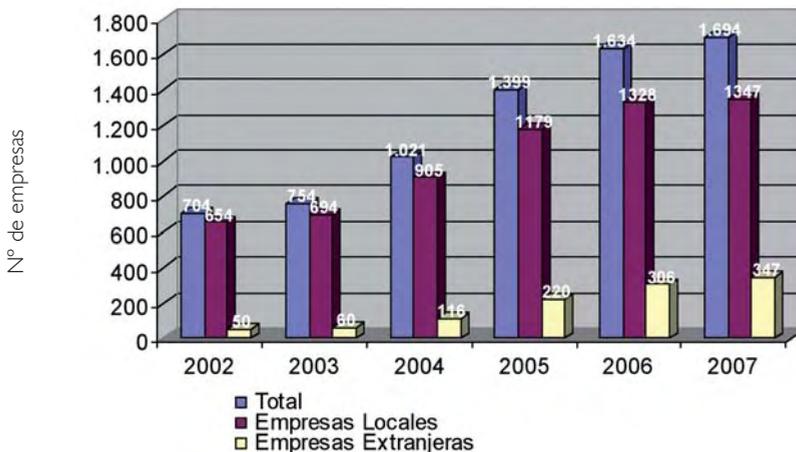
◆ **Figura 3.6.: Distribución por sectores en función de la capitalización, 2007**



Fuente: Estadísticas del London Stock Exchange

Con relación a la procedencia de las empresas, la mayoría son del Reino Unido (véase figura 3.7), si bien cada año se incrementa el número de empresas de fuera del Reino Unido, lo que muestra la internacionalización creciente de este mercado.

◆ **Figura 3.7.: Procedencia de las empresas que cotizan en el mercado AIM**

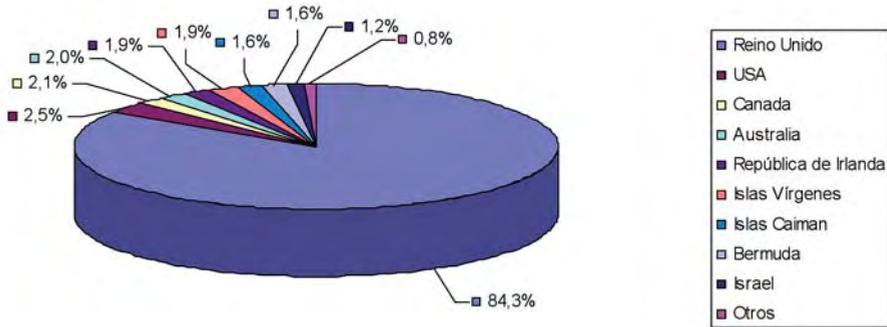


Fuente: Estadísticas del London Stock Exchange y World Federation of Exchanges

Este carácter se aprecia con más intensidad si se analiza la capitalización de las empresas, ya que a mediados de 2007 sólo el 48% de la capitalización total de este mercado se debía a empresas británicas. El resto estaba repartido de la siguiente forma: un 16% a empresas estadounidenses y de canadienses; un 18% al resto de Europa, fundamentalmente, Irlanda; un 10% de empresas asiáticas; un 4% de empresas australianas; y otro 4% de empresas africanas.

A finales de 2007 las empresas del Reino Unido suponían el 84,3%, aunque también hay empresas de otros países como Estados Unidos, Canadá, Australia y algunos paraísos fiscales. Destaca el escaso porcentaje de empresas europeas, a excepción de las irlandesas (véase figura 3.8).

◆ Figura 3.8.: Distribución por países en función del número de empresas, 2007



Fuente: Estadísticas del London Stock Exchange

3.3. El Mercado Alternext

3.3.1. Características del Mercado y requisitos se exigen

Alternext es el mercado para pequeñas y medianas empresas creado por Euronext en mayo de 2005. Euronext surgió de la fusión de las bolsas de París, Ámsterdam, Bruselas, Lisboa y Oporto y del LIFFE (London International Financial Futures and Options Exchange) y actualmente es una filial de NYSE Euronext (grupo formado tras la fusión de estos dos mercados).

Los agentes que forman parte de este mercado son los asesores registrados, denominados “listing sponsor”, cuya función es asesorar a la empresa, y los “brokers”, miembros de Euronext cuya misión es la colocación de la oferta pública y facilitar la liquidez de los valores.

Este mercado está autorregulado por un conjunto de normas establecidas por Euronext (“Euronext rules and the cash market trading manual book”), la AMF (Autoridades del Mercado Financiero Francés) y las derivadas por transposición de directivas comunitarias en materia de mercados financieros. No obstante, Alternext no es un mercado regulado tal como se define en

la Directiva de Mercados e Instrumentos Financieros (MiFID) de 21 de abril de 2004 para los primeros mercados, aunque sí está supervisado por Euronext.

Al igual que en el AIM, existen varias exenciones fiscales a disposición de los inversores en empresas de Alternext, como la exención en el impuesto de sucesiones.

Las empresas tienen varias formas de acceder a este mercado. La primera es mediante oferta pública de venta de títulos (OPV), de al menos 2,5 millones de euros, debiendo disponer de un folleto de suscripción aprobado por el organismo regulador correspondiente. Esta oferta puede ser mixta, dirigida tanto a instituciones como a particulares. Una segunda opción es mediante colocación privada. En este caso, las empresas deben demostrar un aumento de capital de al menos 5 millones de euros, entre cinco o más inversores, durante los dos años anteriores a la solicitud de cotización. Por último, está la admisión directa para sociedades que cotizan en otros mercados.

Con relación a los gastos para empezar a cotizar, siguiendo con el estudio publicado por Deutsche Borse, el coste total medio de la oferta pública de acciones supone en este mercado un 8,6 % del total de la emisión, inferior al del AIM. Dicho coste incluye tanto las comisiones directas, que cobra el banco de inversión que prepara la colocación, como las comisiones indirectas que cobran abogados, auditores y otros costes varios. En cuanto al coste pagado por la admisión al mercado, éste varía según la capitalización bursátil que tenga la compañía el día en el que empiece a cotizar, oscilando desde 7.500 euros para una capitalización inferior a 10 millones de euros, a 61.500 euros para empresas con una capitalización bursátil de 100 millones de euros. A partir de esta cantidad el porcentaje aplicado es del 0,04% hasta los 500 millones. Además en los años posteriores hay que pagar una comisión anual que varía en función del número de acciones, comenzando a partir de 3.300 euros. Recordemos que en el caso del AIM esta comisión era fija.

Puede ser asesor registrado en este mercado ("listing sponsor") una sociedad financiera con dos años de experiencia en Finanzas Corporativas, que cuente entre sus empleados con 2 o más ejecutivos cualificados. Una vez que cumplan con todos estos requisitos debe ser aprobada su entrada por Euronext, pasando a formar parte del registro existente.

Entre las principales responsabilidades que tienen los asesores registrados está la de actuar de intermediario entre la bolsa y la empresas emisoras, la de certificar la idoneidad del emisor para entrar en el mercado y, tras la admisión, comprobar que el emisor cumple las normas y verificar los documentos que se deben presentar a la bolsa.

Los requisitos que debe cumplir el emisor para entrar en el mercado se recogen en las normas publicadas por Euronext. Se exige un capital mínimo de 2,5 millones de euros en la oferta pública, o de 5 millones si se accede mediante oferta privada. También se exige como mínimo la existencia de cinco accionistas que no estén relacionados societariamente.

Además, se exige una antigüedad mínima a la empresa que desea formar parte del mercado de dos años. Los títulos deben ser transferibles, negociables y que se liquiden en el LCH *Clearenet*.

Para permanecer en el mercado la empresa debe tener un asesor registrado, un broker, un auditor y un abogado externo. También debe tener una dirección Web para publicar documentos y sus cuentas según el plan contable francés o las normas internacionales. Al objeto de garantizar al máximo la información a los inversores durante todo el periodo de cotización las cuentas serán auditadas anualmente y cada semestre se harán públicos los balances. De igual forma todas las empresas cotizadas están obligadas a proporcionar información sobre datos relevantes que afecten a la cotización y las transacciones de los directivos deben ser comunicadas. También existen procedimientos para que en caso de toma de control mayoritaria, los accionistas minoritarios tengan opción a vender sus títulos.

Existen dos tipos de cotización, con la finalidad de garantizar la liquidez de los títulos. Los valores más líquidos, los que superan las 2.500 transacciones por año, cotizan en el mercado continuo entre las 9:00 y las 17:30h. El resto de títulos cotizan mediante un sistema de fixing, en el que durante un periodo de tiempo comprendido entre las 07:00 y las 15:30h se acumulan las órdenes de compra y venta y a partir de esa hora se fija un precio y se cierran las operaciones. También es posible realizar operaciones bilaterales con la asistencia de un intermediario financiero.

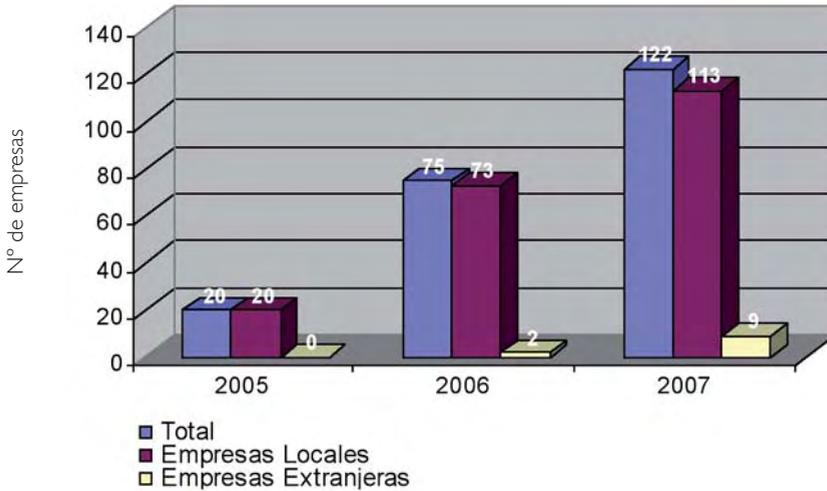
Alternext dispone de su propio índice bursátil, Alternext All Share Index, que refleja las cotizaciones de los 57 valores de mayor liquidez y capitalización.

3.3.2. Información financiera y bursátil sobre el mercado Alternext

A mediados de abril de 2008, 122 compañías formaban parte del mercado, incluidas 8 compañías de fuera de la zona Euronext (Francia, Bélgica y Holanda). La capitalización de dichas empresas alcanza los 5.300 millones de euros.

El número de empresas que forman parte de este mercado no ha cesado de crecer desde su creación, pasando de 20 empresas a finales de 2005 a 122 a finales de 2008 (ver figura 3.9), lo que supone un incremento anual medio del 147%. Dicha tasa de crecimiento da idea de la utilidad de este mercado para las empresas de pequeño tamaño que desean crecer, lo que auguraría un éxito de este mercado en España, si bien la situación económica actual hará que se ralentice su implantación. No obstante, lo que también se puede apreciar en este mercado es el escaso porcentaje de empresas fuera de la zona Euronext presentes en el mismo, tan sólo un 5%, si bien este mercado es el elegido por algunas empresas españolas para cotizar, como comentaremos con más detenimiento en el último epígrafe de este apartado.

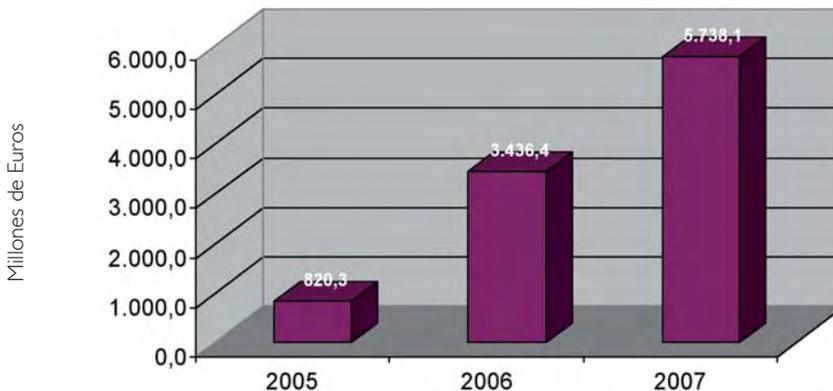
◆ Figura 3.9.: Número total de empresas que cotizan en el mercado Alternext



Fuente: Estadísticas del NYSE Euronext y Word Federation of Exchanges

La capitalización bursátil de las empresas que forman parte de Alternext también ha crecido de forma anual, alcanzando a finales de 2007 los 5.738 millones de euros (ver figura 3.10). Si tenemos en cuenta que a finales de 2007 cotizaban 122 empresas, la capitalización media ascendía a unos 48 millones de euros por empresa. De hecho, según datos de Alternext, aproximadamente el 32% de las compañías que cotizan en este mercado tienen una capitalización entre 10 y 20 millones, un 28% entre 25 y 50 millones y un 24% entre 50 y 100 millones.

◆ Figura 3.10.: Capitalización bursátil del total de las empresas de mercado Alternext



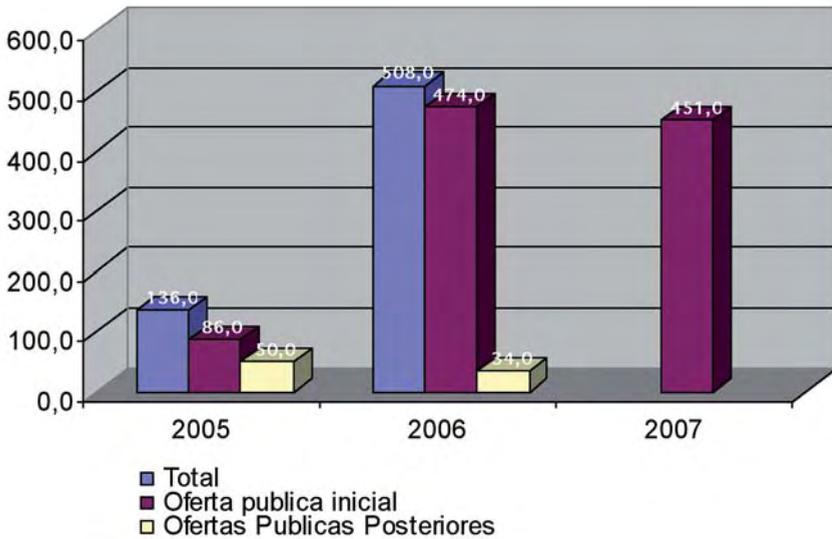
Fuente: Estadísticas del NYSE Euronext y Word Federation of Exchanges

Con relación al capital que han conseguido las empresas que forman parte de Alternext, también se ha ido incrementado desde su creación, pasando de 136 millones de euros en 2005

a más de 508 millones en 2006. Para 2007 sólo disponemos de datos del capital conseguido mediante ofertas públicas iniciales, que es algo inferior al del año 2006. En la figura 3.11 se puede apreciar dicho incremento, separando el capital conseguido en la oferta pública inicial del conseguido en posteriores ofertas públicas. El pequeño porcentaje de capital conseguido en las ofertas públicas posteriores se debe a que son empresas que llevan poco tiempo cotizando en el mercado y, por consiguiente, hace poco tiempo que lanzaron la oferta pública inicial.

La mayoría de las aportaciones proceden de inversores institucionales, aproximadamente el 80%, teniendo los inversores minoristas un papel residual. La procedencia de estos inversores es mayoritariamente europea (más del 50% procede de la zona Euronext (Francia, Bélgica y Holanda), aunque también hay inversores procedentes de Estados Unidos y Australia.

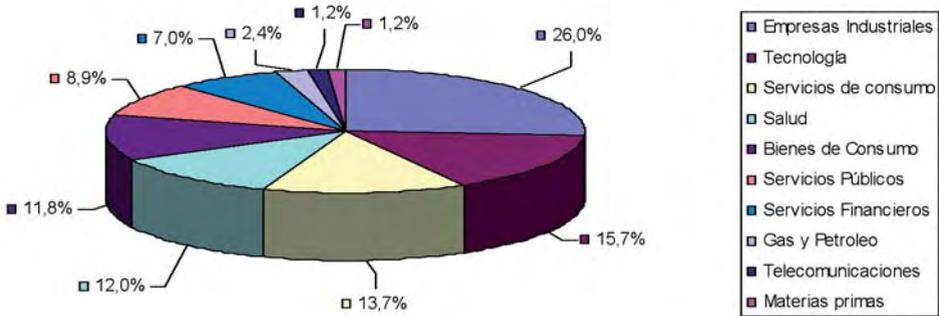
◆ Figura 3.11.: Capital conseguido por parte de las empresas del mercado Alternext



Fuente: Estadísticas del NYSE Euronext y World Federation of Exchanges

Dentro de Alternext cotizan empresas de todos los sectores, siendo a mediados de 2007 el sector industrial el más importante por capitalización, con un 26%, seguido de empresas de tecnología, con un 15%, y servicios de consumo, con un 13 %. (Ver figura 3.12).

◆ Figura 3.12.: Distribución sectorial en función de la capitalización en Alternext, 2007



Fuente: Estadísticas del NYSE Euronext y World Federation of Exchanges

3.4. Mercados Alternativos Bursátiles en la Unión Europea. Una Comparación entre MAB, AIM y Alternext

Como ya vimos en la introducción de este capítulo, en la Unión Europea existen numerosos mercados bursátiles para pequeñas y medianas empresas, si bien los más importantes y los que comparten la mayoría de características con el MAB español son el AIM inglés y Alternext. En este apartado realizamos una comparación entre estos tres mercados alternativos en función de las características del mercado, los requisitos a cumplir por el asesor registrado y los esfuerzos a realizar por el emisor para acceder y permanecer en el mercado.

En relación a las características de cada mercado (ver tabla 3.3), comentar que no existen diferencias de relevancia, si bien en el MAB todavía no existen ventajas fiscales ni para las empresas que coticen en estos mercados ni para los inversores. Se espera que el gobierno español regule algún beneficio fiscal para potenciar nuevas emisiones y la inversión en los mismos, que podrían concretarse mediante la aplicación de desgravaciones a las inversiones y a la suscripción de acciones y con un tratamiento adecuado de las plusvalías y del impuesto de sucesiones.

En relación al número de empresas que cotizan, no cabe duda de que AIM tiene un mayor número de empresas, si bien es verdad que también lleva más años en funcionamiento. La mayoría de los costes para empezar a cotizar también son parecidos en los tres, no obstante al depender del tamaño de la emisión habría que hacer un estudio individual de cada operación para ver el mercado más barato, aunque para emisiones pequeñas en más barato Alternext.

■ **Tabla 3.3.: Comparación en función de las características del mercado**

| | MAB | AIM | ALTERNEXT |
|----------------------------------|---|---|--|
| Organiza/regula: | Bolsas y Mercados Españoles | Bolsa de Londres | Euronext |
| Se destina a: | Empresas pequeñas y medianas en crecimiento | Empresas pequeñas y medianas en crecimiento | Empresas pequeñas y medianas en crecimiento |
| Área Geográfica: | Mundial | Mundial | Mundial |
| Agentes del Mercado | Asesor Registrado Contrato de liquidez | Nomad Broker Market Specialists | Listing Sponsor Broker |
| Normas que lo regulan | Ley del Mercado de Valores Reglamento del MAB Circulares del MAB Transposición de Directivas Europeas | AIM Rules for Companies AIM Rules for Nominated Advisers AIM Disciplinary Procedures and Appeals Handbook Rules of London Stock Exchange, the rules for trading AIM securities | Alternext Rules- Euronext Regulación de la AMF Transposición de Directivas Europeas Euronext rules and the cash market trading manual book |
| Supervisión del Mercado | MAB CNMV | Bolsa de Londres | Euronext AMF |
| Acceso al Mercado | Con Oferta Pública de venta (OPV) Oferta Pública de suscripción o emisión de acciones nuevas Listing | Con Oferta Pública de venta (OPV) Sin Oferta Pública de venta | Con Oferta Pública de venta (OPV) Colocación privada Admisión directa |
| Costes para la empresa | Coste medio de la OPV inicial más coste de admisión variable desde 6.000 euros. Coste anual para permanecer en el mercado fijo de 6.000 euros | Coste medio de la OPV inicial de un 17% de la emisión, más coste de admisión variable desde aprox. 7.500 euros Coste anual para permanecer en el mercado fijo, aprox. 6.130 euros | Coste medio de la OPV inicial un 8,6% de la emisión, más coste de admisión variable desde 7.500 euros Coste anual para permanecer en el mercado variable según nº acc, min. 3.300 euros |
| Beneficios fiscales | No, por el momento | Sí, tanto para las empresas que coticen como para los inversores | Sí, tanto para las empresas que coticen como para los inversores |
| Tamaño del Mercado 31/03/2008 | | Número de Empresas: 1680 | Número de Empresas: 122 |

Fuente: Revista Mensual Bolsas y Mercados Españoles, mayo 2007, y elaboración propia

Con relación a los requisitos que debe cumplir el asesor registrado (ver tabla 3.4), tanto en el AIM como en Alternext se exige expresamente experiencia demostrable y una antigüedad mí-

nima. En el MAB no se exige antigüedad mínima, si bien las empresas que se han mostrado interesadas en actuar como tal la tienen sobradamente.

■ **Tabla 3.4.: Requisitos a cumplir por el asesor registrado**

| | MAB | AIM | ALTERNEXT |
|-------------------|---|---|--|
| Quien puede ser: | ESIS Bancos y Cajas de Ahorro Despachos de Abogados Firmas de Auditoria Empresas de Asesoramiento | Sociedad Financiera con: - 2 años de experiencia en Corporate Finance - 4 Ejecutivos Cualificados; - Asesor de 3 operac. relevantes | Sociedad Financiera con: - 2 años de experiencia en Corporate Finance; - 2 Ejecutivos mínimos con la experiencia anterior |
| Ser aprobado por: | MAB | La Bolsa de Londres | Euronext |
| Registrado en: | Registro MAB | Register of Nominated Advisers de la Bolsa de Londres | Alternext Listing Sponsors List |
| Responsabilidad: | Intermediario entre Emisor / MAB En la admisión, comprobar el cumplimiento de los requisitos de incorporación Tras admisión revisar la información presentada por la compañía. Estar disponible ante el MAB para atender sus preguntas sobre el emisor | Intermediario entre Emisor /Bolsa de Londres En admisión, certificar idoneidad del emisor para entrar en el AIM Tras admisión, cuidar que emisor cumpla las reglas, haciendo Due Diligence y verificando los documentos a presentar | Intermediario entre Emisor /Euronext- En admisión, certificar idoneidad del emisor para entrar Alternext Tras admisión, cuidar que emisor cumpla las reglas, haciendo Due Diligence y verificando los documentos a presentar |

Fuente: Revista Mensual Bolsas y Mercados Españoles, mayo 2007, y elaboración propia

Con relación a los requisitos a cumplir por el emisor para acceder al mercado (ver tabla 3.5) las principales diferencias son en relación al tamaño mínimo exigido, ya que mientras que el AIM inglés no exige un tamaño mínimo, el Alternext y el MAB exige que un mínimo de 2,5 millones de euros de su capital cotice en el mercado. De igual forma, existen diferencias en relación al número mínimo de accionistas, que no se exige ni el MAB ni el AIM, pero sí Alternext.

■ Tabla 3.5.: Requisitos a cumplir por el emisor para acceder al mercado

| | MAB | AIM | ALTERNEXT |
|---------------------|---|---|--|
| Tamaño mínimo: | Free- Float: 2M€ | No se exige | Al menos 2,5 M € en oferta o 5 M € en "listing" |
| Vida de la empresa: | No se exige, pero: - Los productos o servicios de su actividad deben estar en el mercado - No se admiten empresas en fase de elaboración o diseño | No se exige, pero: - En realidad al menos 2 años si se quieren cumplir las trámites, o 3 años para realizar una oferta pública | - 2 años mínimo |
| Estatutos: | Libre transmisibilidad de las acciones | No limitan la participación de acciones ni se indica en la regulación. No limitan la posesión a accionistas nacionales o extranjeros | No se dice nada en la regulación |
| Títulos: | Transferibles Totalmente desembolsados Representados en anotaciones en cuenta Liquidación Iberclear | Transferibles Negociables De la misma clase Estar entregados y registrados electrónicamente | Transferibles Negociables Se liquiden en LCH Clearnet S.A. |
| Accionistas: | No se exige mínimo | No se exige un mínimo | Al menos 5 "no relacionados" |

Fuente: Revista Mensual Bolsas y Mercados Españoles, mayo 2007, y elaboración propia

Por último, con relación a las exigencias para acceder y permanecer en el mercado (tabla 3.6) tanto en AIM como en Alternext exigen la contratación por parte del emisor de una agencia de relaciones públicas para inversiones y prensa, que no exige el MAB. Por otra parte, mientras que Alternext y el MAB no exigen NIF, aunque las recomiendan, el AIM sí las exige, si bien en éste último también se pueden presentar americanas, canadienses o NIF australianas.

■ Tabla 3.6.: Exigencias para acceder y permanecer en el mercado

| | MAB | AIM | ALTERNEXT |
|------------------------------------|---|--|--|
| Agentes a contratar por el emisor: | Asesor Registrado Proveedor de liquidez | Nomad Broker Auditor Registrant Agencia de relaciones públicas (inversores y prensa) | Listing Sponsor Auditor Abogado externo Depositario Central Agencia de relaciones públicas (inversores y prensa) |
| Sistema de registro electrónico: | Ibclear y Servicios de Compensación y Liquidación Locales | Crest u otro autorizado por la Bolsa de Londres | LCH Clearnet |
| Persona de contacto | Nombrar una e informar al MAB | Nombrar una e informar a la Bolsa de Londres | Normas no lo indican |
| Dirección Web | Tener una para publicar documentos | Tener una para publicar documentos | Tener una para publicar documentos |
| Idioma | Español/Inglés | Inglés | Inglés/Francés donde preceda |
| Información contable | Recomienda NIIF/No exige | NIIF US/Canadian/Australian NIIF | Recomienda NIIF/No exige |

Fuente: Revista Mensual Bolsas y Mercados Españoles, mayo 2007, y elaboración propia

3.5. La Experiencia de Empresas Españolas en los Mercados Alternativos Bursátiles dentro de la Unión Europea

Como ya hemos comentado, actualmente sólo existe una empresa española que cotiza en un mercado alternativo bursátil, concretamente en el Alternext, aunque próximamente le seguirá otra empresa. En este epígrafe describiremos las experiencias de estas empresas, que sin duda servirán de ejemplo para las que deseen cotizar dentro del MAB.

Antevenio fue la primera empresa española en debutar en el parqué de Alternext en febrero de 2007. El primer día de su cotización fue la acción más solicitada de la jornada, con 300.087 transacciones por un valor de 2,43 millones de euros, experimentando un alza del 19,94%, pasando de 6,77 a 8,12 euros, que elevaron la capitalización de la firma hasta 34,16 millones de euros. En tan sólo ocho días vio crecer su capitalización bursátil en 6.016.719 euros y cambió de manos una cifra equivalente al 66,2% del “free float”. Estos datos reflejaron el éxito de dicha salida, lo que debería animar a otras empresas españolas a dar el salto a los mercados alternativos bursátiles.

Antevenio colocó finalmente en la Bolsa francesa su ampliación de capital mediante una OPV, el 28,7% de su capital, tras adjudicar 1,2 millones de acciones que le permitieron ingresar

8,1 millones de euros. El éxito de la operación, según señaló Pablo Pérez, director financiero, estuvo en la fuerte demanda por parte de los inversores internacionales, que fue diez veces superior a la oferta. El tramo institucional representó finalmente el 80% de la colocación, mientras que el 20% restante ha correspondido al tramo de inversores particulares. En este sentido, el precio final quedó situado en los 6,77 euros por acción, el máximo fijado en el rango previo de colocación.

Las razones que impulsaron a elegir a Alternext, frente al AIM, fueron varias. En primer lugar en Alternext las cotizaciones son en euros, por lo que se elimina el riesgo tipo de cambio. Por otra parte Alternext permite hacer una oferta pública de venta mixta dirigida tanto a instituciones como a particulares, mientras que en AIM, se trata únicamente de colocación privada dirigida a instituciones. También en Alternext el folleto de la oferta pública de venta es revisado por el regulador francés (AMF), equivalente a la CNMV, lo que aporta al folleto un plus de transparencia y de seguridad. Finalmente en Alternext hay una decena de empresas cotizadas con servicios similares a los que ofrece Antevenio, lo que otorga a los inversores y a los analistas un gran conocimiento del sector.

Por otra parte, la tecnológica española Gowex, antigua IBER-X, ha comenzado a realizar los tramites necesarios para empezar a cotizar en Alternext. La empresa planea colocar en torno a un 10% de su capital en el mercado francés, mediante una ampliación de capital. Con esta operación se planea captar entre cinco y diez millones de euros, tal y como adelantó Jenaro García Martín, consejero delegado y fundador del Grupo Gowex. La cifra implica que la empresa alcanzaría un valor de entre 50 y 100 millones de euros.

La compañía, que gestiona una plataforma de intercambio de servicios entre operadoras de telecomunicaciones, registró unos ingresos cercanos a los 17 millones de euros durante el pasado ejercicio. García Martín asegura que la compañía ha recibido ya cartas de intenciones de varios inversores procedentes del mercado europeo y americano mostrando su interés. El directivo asegura que la salida a Bolsa les permitirá crecer y que están estudiando compras en el mercado nacional e internacional, en concreto compañías españolas de ingeniería y contenidos online, así como otras dos que operan a nivel internacional aprovechando las oportunidades que surgen en época de crisis.

4

Empresas Andaluzas con opciones para cotizar en el MAB: Análisis Económico-Financiero

4. Empresas Andaluzas con Opciones para Cotizar en el MAB: Análisis Económico-Financiero

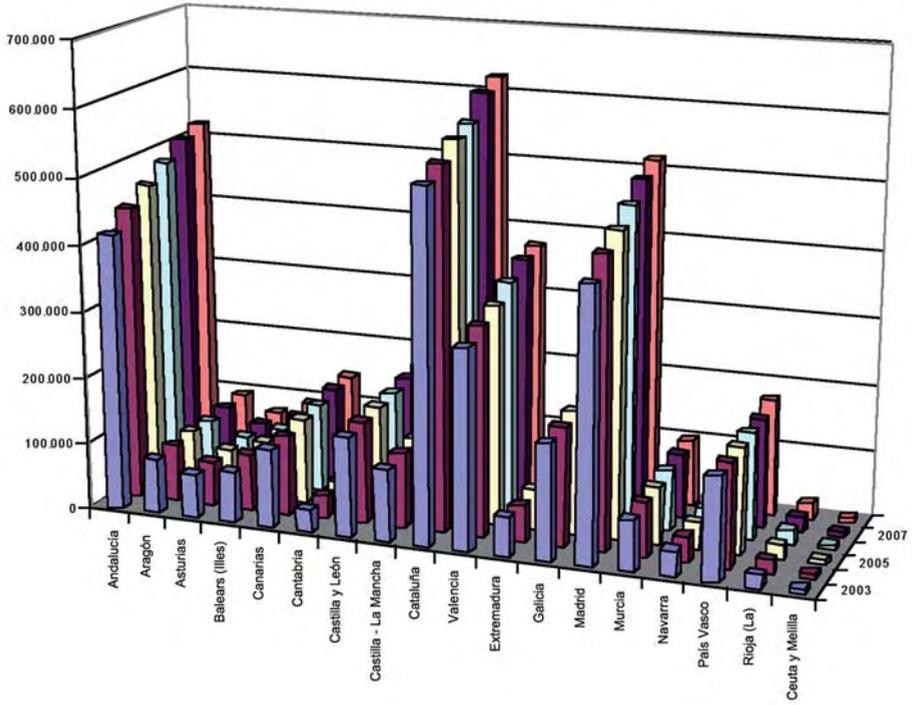
4.1. Introducción

La creación del Mercado Alternativo Bursátil (MAB) abre en Andalucía la posibilidad de potenciar su crecimiento económico, ya que la PYME cuenta con un nuevo mercado que le va a facilitar una financiación distinta a la tradicionalmente ofrecida por las entidades financieras. Para comprobar el potencial que posee la PYME andaluza para entrar en el MAB, en primer lugar posicionaremos las empresas andaluzas frente a las nacionales, después identificaremos las empresas andaluzas que potencialmente podrían acceder a dicho mercado y posteriormente analizaremos la situación económico-financiera de las mismas.

Como paso previo a nuestro estudio es necesario tener en cuenta la estructura del tejido empresarial andaluz, estructura que nos dará una idea sobre la posición de la empresa andaluza en relación a la española. De esta manera (figura 4.1.), Andalucía es la segunda comunidad con más empresas registradas (522.815) por detrás de Cataluña (626.020) y por delante de Madrid (519.307). Con respecto al total de España, Andalucía representa el 15,3% del tejido empresarial nacional. Por otro lado, si atendemos a la distribución por provincias, Sevilla, Málaga y Cádiz son las tres provincias andaluzas, por este orden, con mayor número de empresas, siendo Jaén y Huelva las que menor cifra registran (figura 4.2).

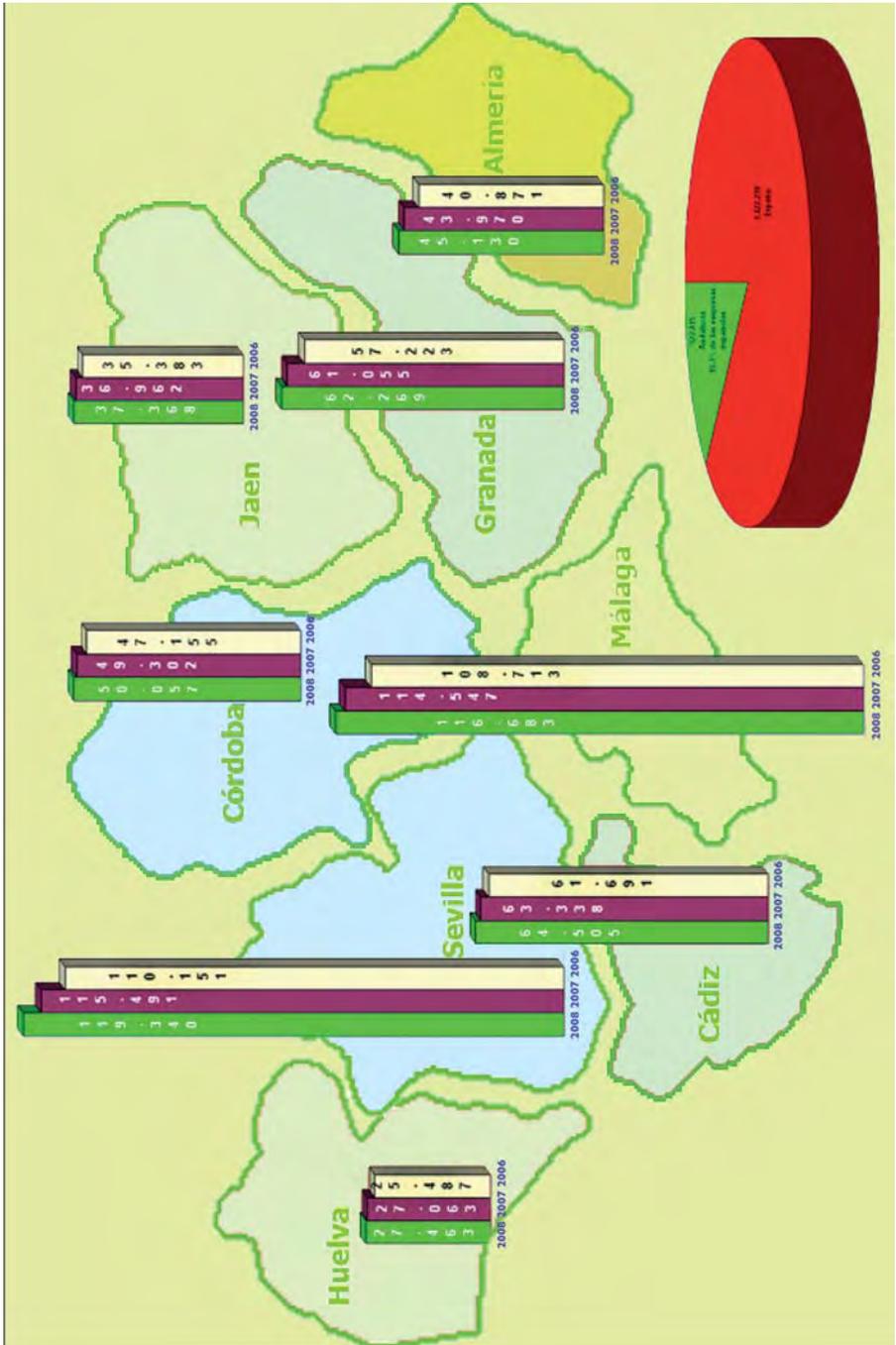
En cuanto al crecimiento medio del número de empresas en los últimos cinco años podemos ver como Andalucía se encuentra en quinto lugar con un 4,63%, y está por encima de la media nacional que asciende a un 4% (figura 4.3). En función de estos datos parece que Andalucía puede ser una de las comunidades que potencialmente más empresas puede aportar al MAB, tanto por su número como por el crecimiento que han experimentado en los últimos años.

◆ Figura 4.1.:Número de Empresas (2002-2008)



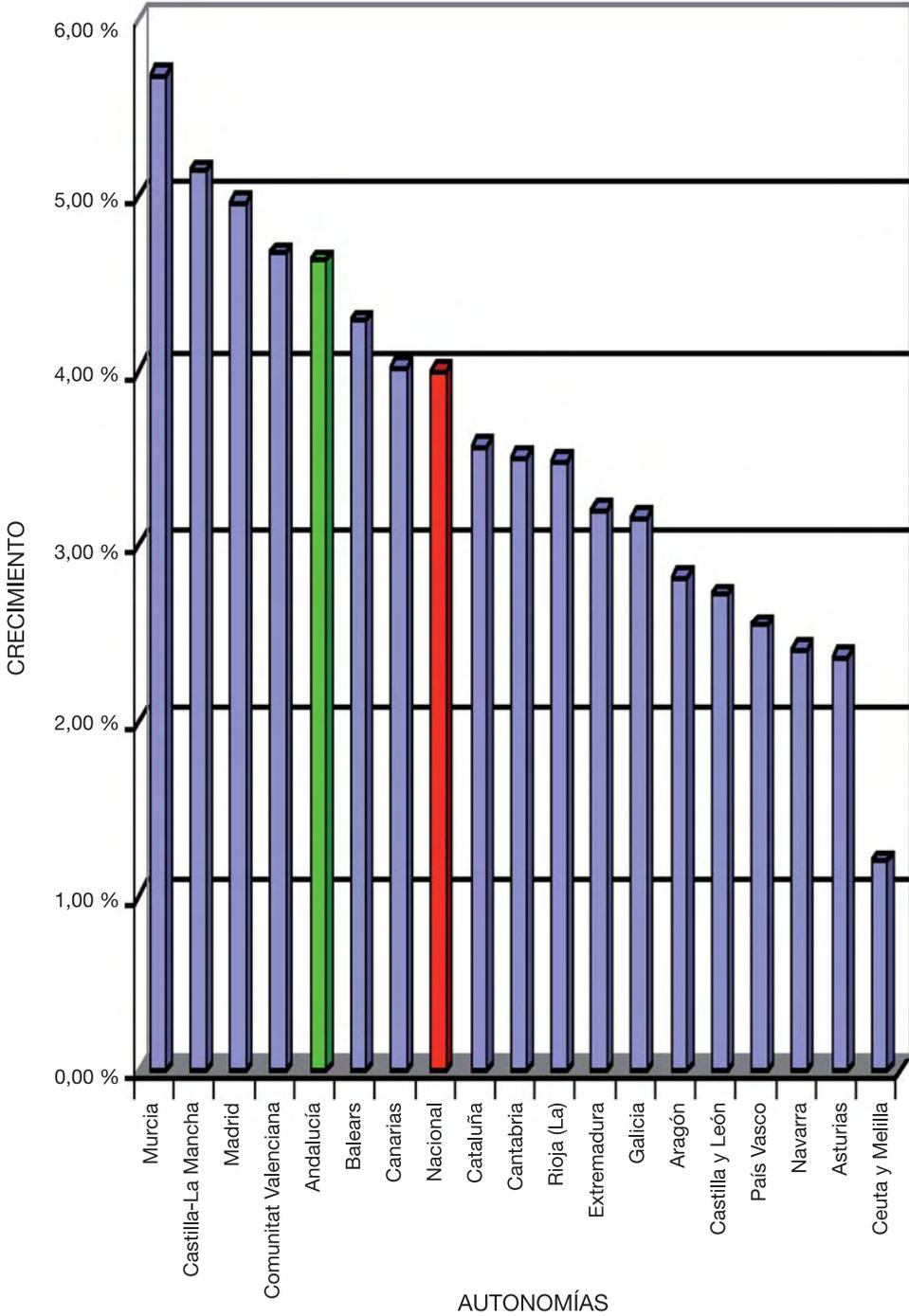
Fuente: Elaboración Propia, DIRCE

◆ Figura 4.2.: Número de empresas por provincias en Andalucía



Fuente: Elaboración Propia, DIRCE

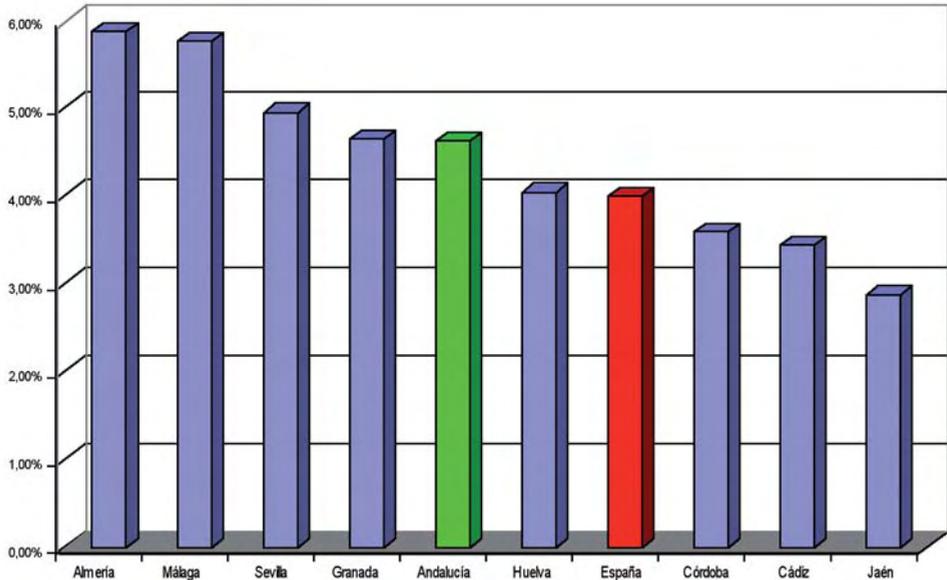
◆ Figura 4.3.: Crecimiento de empresas por Comunidades



Fuente: Elaboración Propia, DIRCE

Si el análisis anterior lo hacemos por provincias andaluzas comprobamos como Almería y Málaga son las que mayor crecimiento medio de número de empresas presentan con un 5,88% y un 5,77%, respectivamente. La provincia con menos crecimiento de número de empresas es Jaén.

◆ Figura 4.4.: Crecimiento de empresas por Provincias



Fuente: Elaboración Propia, DIRCE

A partir de ahora, y una vez comprobada la posición de la empresa andaluza en el tejido empresarial español, nos centraremos en el estudio de la empresa andaluza que potencialmente puede entrar en el MAB. Los criterios que hemos utilizado para seleccionar dicha muestra son los siguientes:

- Empresas domiciliadas en la Comunidad Andaluza.
- Empresas no cotizadas en Bolsa o no participadas en más de un 50% por otras cotizadas.
- Empresas con un volumen mínimo de empleados de 10 trabajadores.
- Empresas con unos fondos propios mínimos de seis millones de euros.
- Las empresas seleccionadas deben cumplir estos criterios para el periodo comprendido entre 2003 y 2006, al objeto de dar más estabilidad al estudio realizado, si bien es cierto que el número de años de actividad “exigidos” a las empresas para cotizar en el MAB es de dos⁸.

⁸ Es cierto que las empresas de nueva creación podrían ser candidatas óptimas para entrar en el MAB. No obstante, no la hemos tenido en cuenta en nuestro estudio debido a la dificultad para conseguir información sobre dichas empresas

Finalmente, hemos seleccionado 289 empresas andaluzas con opciones para cotizar en el MAB.

La muestra la hemos desagregado en función del tamaño y del sector. Para distinguir el tamaño hemos utilizado los criterios de la Comisión de las Comunidades Europeas sobre la definición de los distintos tipos de empresas; de esta definición el criterio fundamental que hemos empleado es el número de trabajadores. Así, distinguiremos entre pequeña, mediana y grande. Por otra parte, para definir el sector de actividad nos hemos basado en el código CNAE. En la tabla 4.1 podemos ver los criterios de definición del tamaño y en la tabla 4.2 establecemos los criterios de definición del sector de actividad.

■ **Tabla 4.1.: Definición del tamaño empresarial**

| TIPOS DE EMPRESAS | NÚMERO DE TRABAJADORES |
|-------------------|------------------------|
| Empresas Grandes | n>250 |
| Empresas Medianas | 50 < n° < 249 |
| Empresas Pequeñas | 10 < n° < 49 |

Fuente: Elaboración Propia.

■ **Tabla 4.2.: Definición del sector de actividad**

| SECTORES BACH | CNAE-93 |
|-------------------------|---|
| Productos energéticos | 10-12, 23, 40, 41 |
| Industria | 13-22, 24-26, 27-37 |
| Construcción | 45 |
| Servicios | 50-52, 55, 60-64, 70-74, 80, 85, 90, 92, 93 |
| Agricultura y Ganadería | 01, 02, 05 |

Fuente: Elaboración Propia.

■ **Tabla 4.3.: Empresas Andaluzas en función del tamaño y sector**

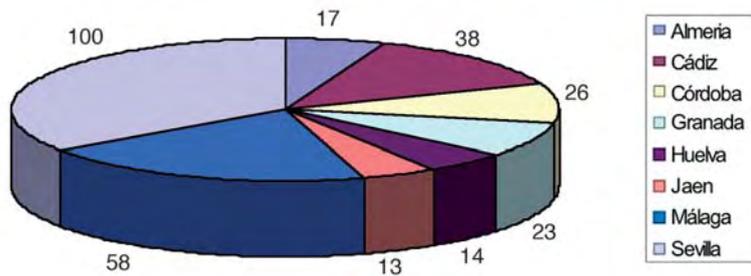
| | PEQUEÑA (a) | MEDIANA (b) | GRANDE (c) | TOTAL |
|------------------|-----------------|------------------|-----------------|-------------------|
| ENERGIA (1) | 1 | 2 | 2 | 5 (1,5%) |
| INDUSTRIA (2) | 19 | 52 | 18 | 89 (30,5%) |
| CONSTRUCCIÓN (3) | 4 | 12 | 9 | 25 (8,5%) |
| SERVICIOS (4) | 47 | 70 | 32 | 149 (51,5%) |
| AGRICULTURA (5) | 13 | 6 | 2 | 21 (8%) |
| TOTAL | 84 (29%) | 142 (49%) | 63 (22%) | 289 (100%) |

Fuente: Elaboración propia.

Comprobamos como las empresas medianas presentan mayor peso en la muestra, con un 49%. Si analizamos los sectores, el sector servicios y el industrial con un 51,5% y un 30,5%, respectivamente, son los que pueden aportar más empresas al MAB (tabla 4.3).

Si analizamos la muestra distribuida por provincias comprobamos como Sevilla y Málaga con un 34,60% y un 20,07%, respectivamente, son las que más empresas pueden aportar al MAB. Las empresas de Cádiz juegan un papel intermedio con un 13,15%. Por último, las empresas de Córdoba, Granada, Almería, Huelva y Jaén tienen un papel más residual con un 9%, 7,96%, 5,88%, 4,84% y 4,50%, respectivamente (figura 4.5).

◆ Figura 4.5.: Número de empresas por provincias en Andalucía de la muestra



Fuente: Elaboración Propia

Una vez identificadas las empresas andaluzas que pueden acceder al MAB, realizamos un estudio de la situación económico financiera de las mismas teniendo en cuenta la información contable para el ejercicio 2006, que es el último año disponible. Esto nos permitirá apreciar su posicionamiento para acceder al mismo. En primer lugar, estudiaremos la estructura económica, posteriormente consideraremos la estructura financiera y finalizaremos con el análisis de la renta y la rentabilidad.

Para realizar este estudio hemos utilizado fundamentalmente la base de datos SABI⁹ (Sistema de Análisis de Balances Ibéricos), pero también hemos utilizado el Directorio Central de Empresas (DIRCE) y distintos indicadores elaborados por la Central de Balances de Andalucía (CBA).

4.2. Estudio de la Estructura Económica de las Empresas Andaluzas con Opciones en el MAB

La estructura económica la analizaremos con la utilización de las siguientes variables y/o ratios:

- Af/At, relación entre activo fijo y activo total.
- Fondo de maniobra, diferencia entre activo y pasivo corriente.

⁹ En la Base de Datos SABI no están consideradas ni las empresas financieras ni de seguros.

- Período medio de cobro, relación entre clientes y ventas medias diarias.
- Período medio de pago, relación entre proveedores y compras medias diarias.

En términos generales podemos decir que a mayor porcentaje de Af/At, menor nivel de riesgo y más posibilidad de obtener más financiación a través del MAB.

La tabla 4.4 nos muestra los ratios de la estructura económica, de los cuales no podemos sacar ninguna conclusión ya que la desviación estándar es muy alta en todos los casos.

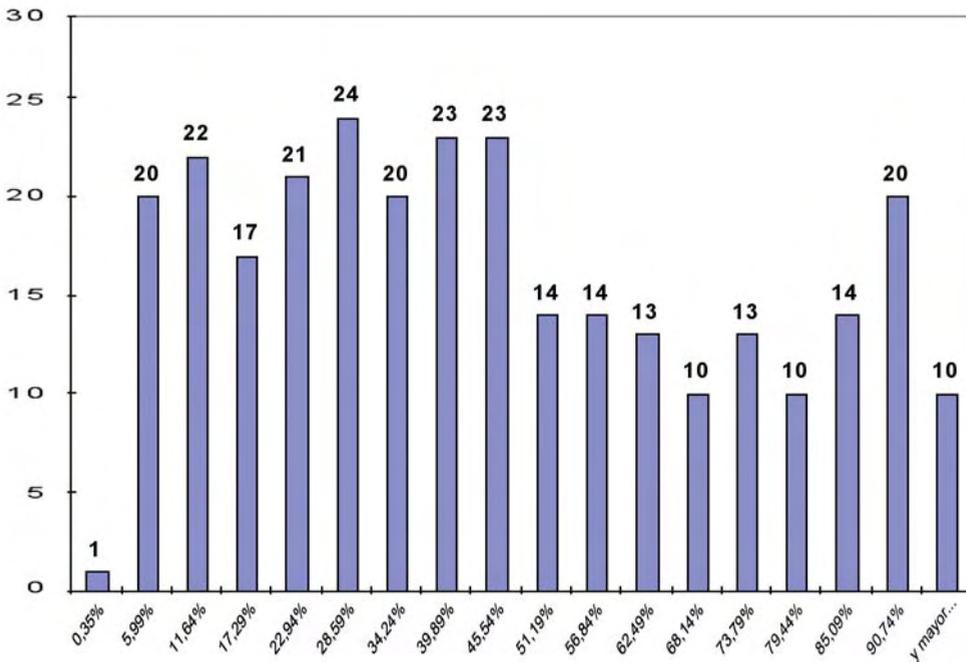
■ **Tabla 4.4.: Estructura económica de las Empresas Andaluzas seleccionadas**

| | Af/At | Fondo de Maniobra 2006 | Periodo Medio de Cobro_2006 | Periodo Medio de Pago_2006 |
|---------------------|--------|------------------------|-----------------------------|----------------------------|
| Media | 39,20% | 16.209,94 | 203,48 | 177,75 |
| Desviación estándar | 27,21% | 47.789,19 | 334,36 | 232,66 |

Fuente: Elaboración propia.

Esta dispersión es más evidente en el caso del activo fijo donde la tabla de frecuencias está muy repartida entre el total de todas las empresas (figura 4.6).

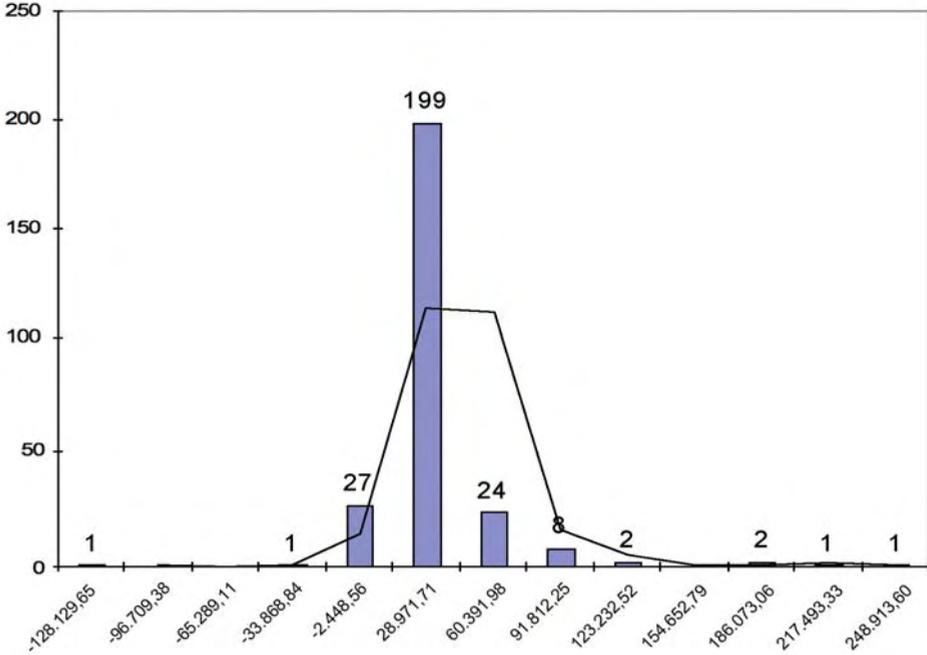
◆ **Figura 4.6.: Histograma Af/At 2006**



Fuente: Elaboración Propia.

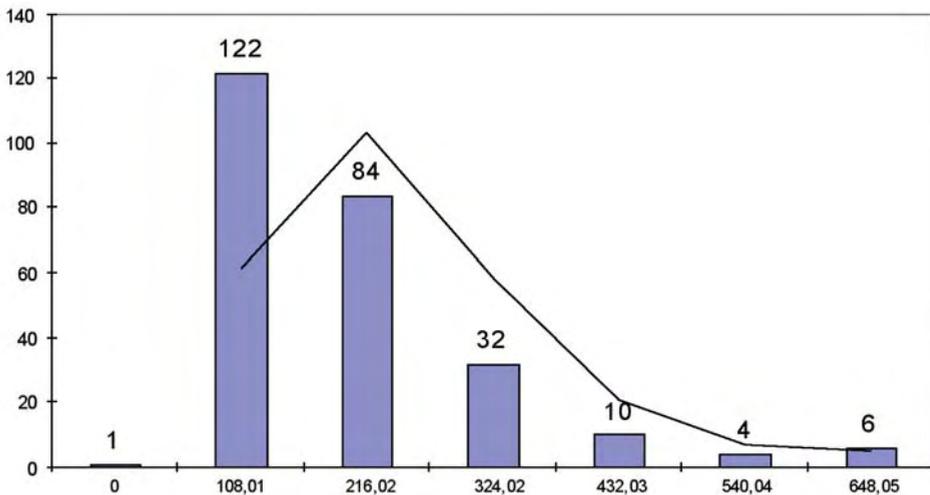
El fondo de maniobra esta repartido entre 5.400€ y 105.000€, el periodo medio de cobro entre 114 y 345 días y el periodo medio de pago entre 60 y 475 días (figura 4.7, 4.8 y 4.9).

◆ Figura 4.7.: Histograma Fondo de Maniobra 2006



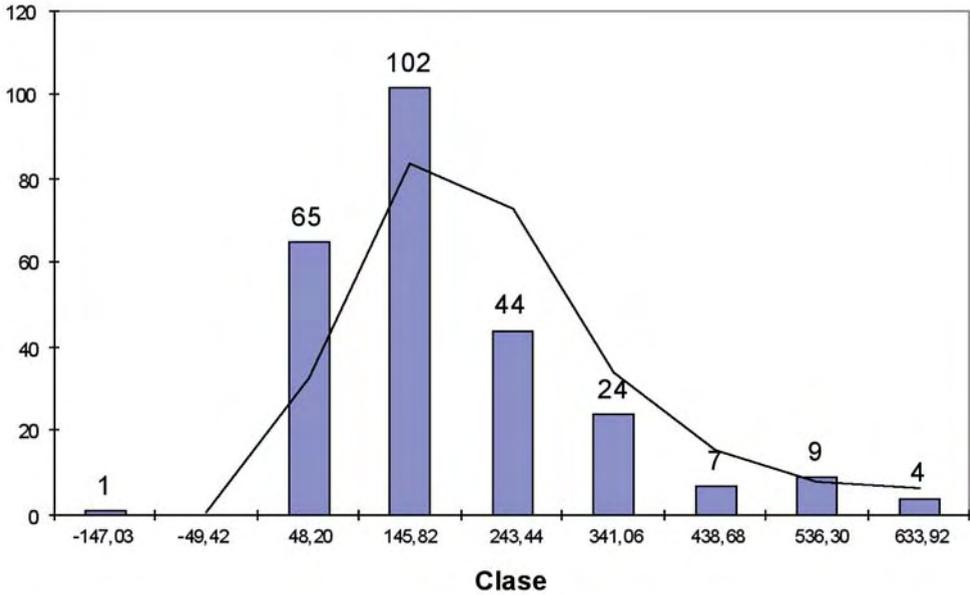
Fuente: Elaboración Propia

◆ Figura 4.8.: Histograma Periodo Medio de Cobro 2006



Fuente: Elaboración Propia

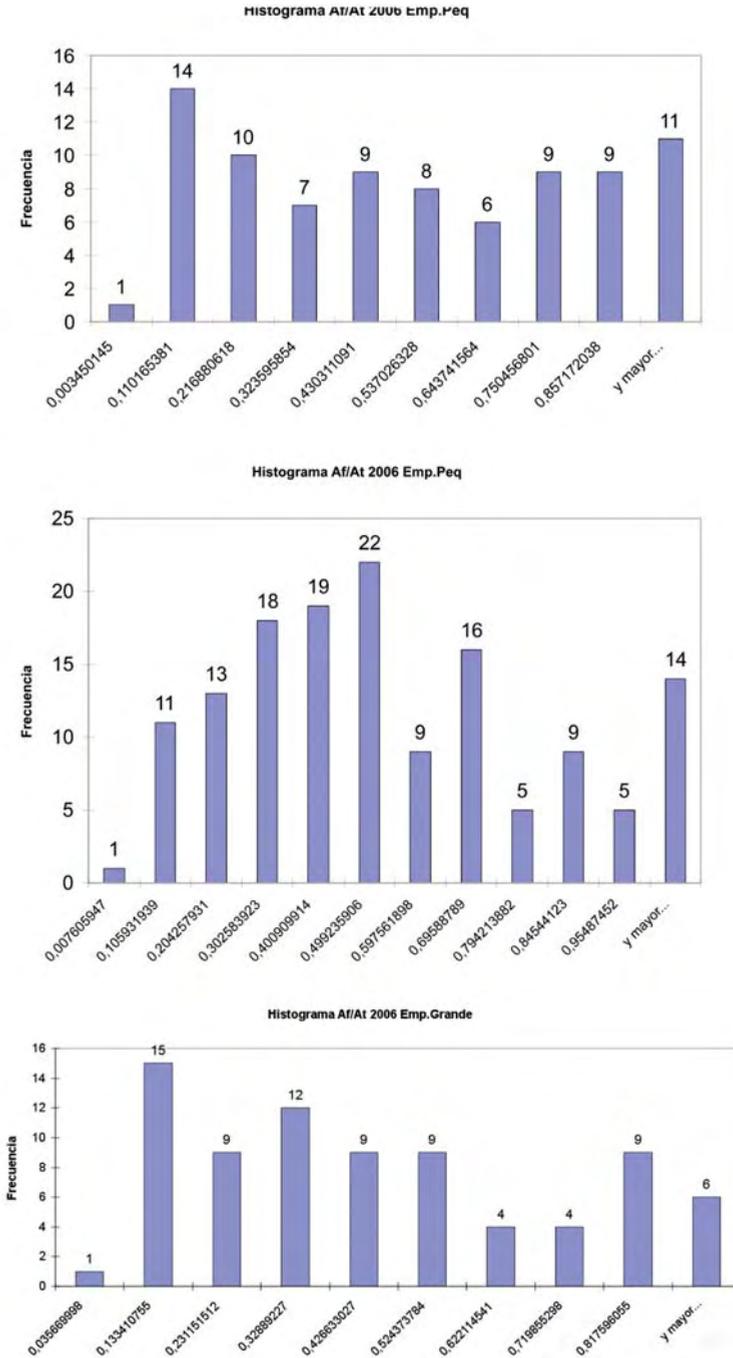
◆ Figura 4.9.: Histograma Periodo Medio de Pago 2006



Fuente: Elaboración Propia

Para hacer un análisis más completo estudiaremos la estructura económica en función del tamaño y el sector. Así, desde el punto de vista del tamaño empresarial, el peso del activo fijo aumenta con el tamaño empresarial pero los resultados están muy próximos, un 38%, 39% y 41% para la pequeña, mediana y gran empresa, respectivamente; aunque si analizamos los histogramas de la figura 4.8 podemos comprobar como hay una dispersión alta; así, en la pequeña empresa hay 11 empresas con un ratio del 9% y 14 empresas con un ratio superior al 85%. De esta manera, no podemos concluir que el peso del activo fijo sea una variable representativa de las empresas andaluzas que potencialmente pueden cotizar en el MAB.

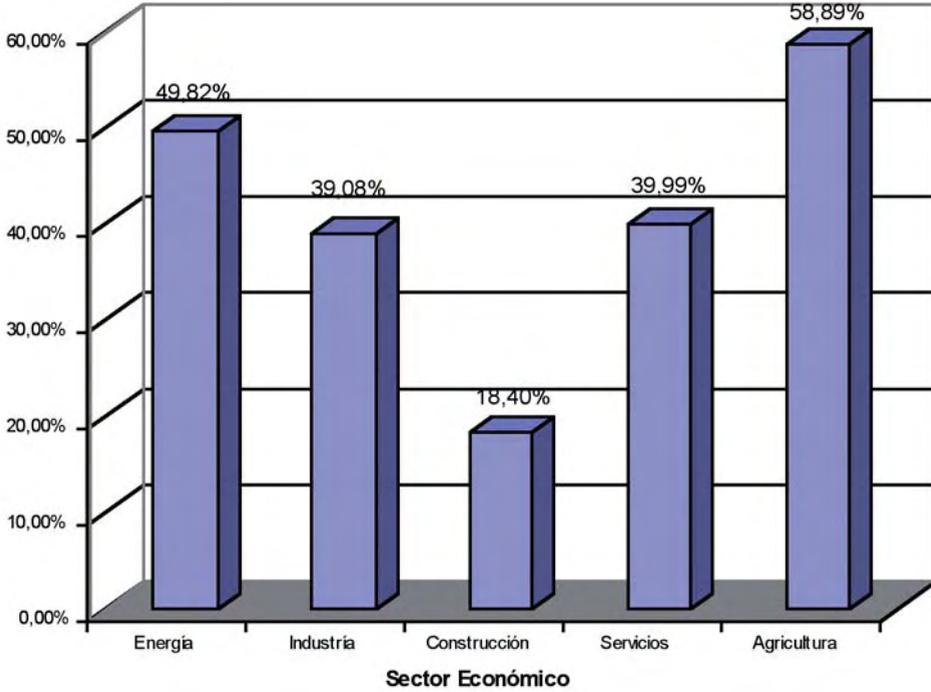
◆ Figura 4.10.: Histograma Af/At 2006 en función del tamaño empresarial



Fuente: Elaboración Propia.

Desde el punto de vista sectorial, las diferencias son más significativas, siendo el sector agrícola y energético los que más importancia le dan a su activo fijo (59% y 50%, respectivamente) y el sector de la construcción el que menos peso tiene su activo fijo, con un 19% (figura 4.11).

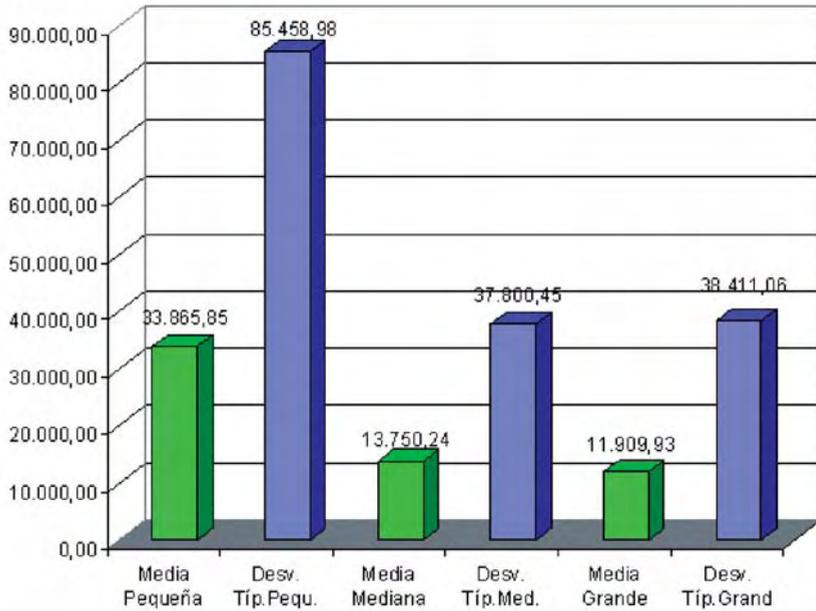
◆ Figura 4.11.: Relación Af/At 2006 en función del sector



Fuente: Elaboración Propia.

En segundo lugar, analizaremos el circulante desde el punto de vista del tamaño empresarial. De esta manera, el fondo de maniobra disminuye con el tamaño. Además, la variabilidad del mismo disminuye también con éste y, por tanto, el riesgo también, siendo la empresa pequeña la que ofrece mayor variabilidad y, por tanto, mayores serán las posibilidades de que el valor sea menor (figura 4.12).

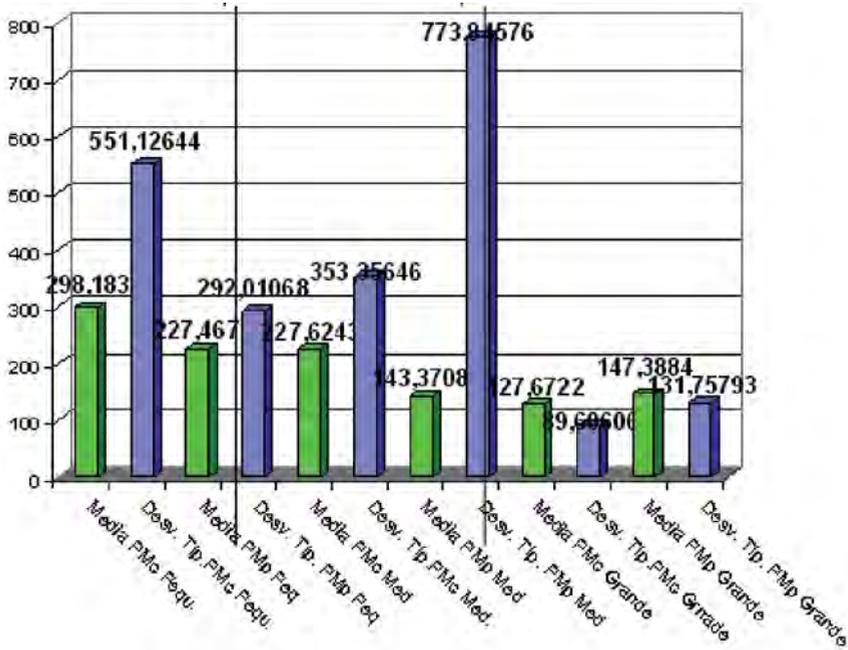
◆ Figura 4.12.: Fondo de Maniobra 2006 en función del tamaño empresarial (miles €)



Fuente: Elaboración Propia.

Para poder tener una idea más clara a cerca del circulante, además del fondo de maniobra debemos conocer los períodos medios. La gran empresa es la que presenta mejor situación desde el punto de vista de los periodos, ya que es el único tamaño donde el periodo medio de pago supera el periodo medio de cobro y a esto hay que añadir que también la variabilidad es bastante menor. No obstante, los cálculos de los periodos medios suelen tener grandes distorsiones porque se ven muy influenciados por la estacionalidad que incluyen los datos, y los datos agregados de los que se parte para su estimación, que normalmente sobrestima tales valores

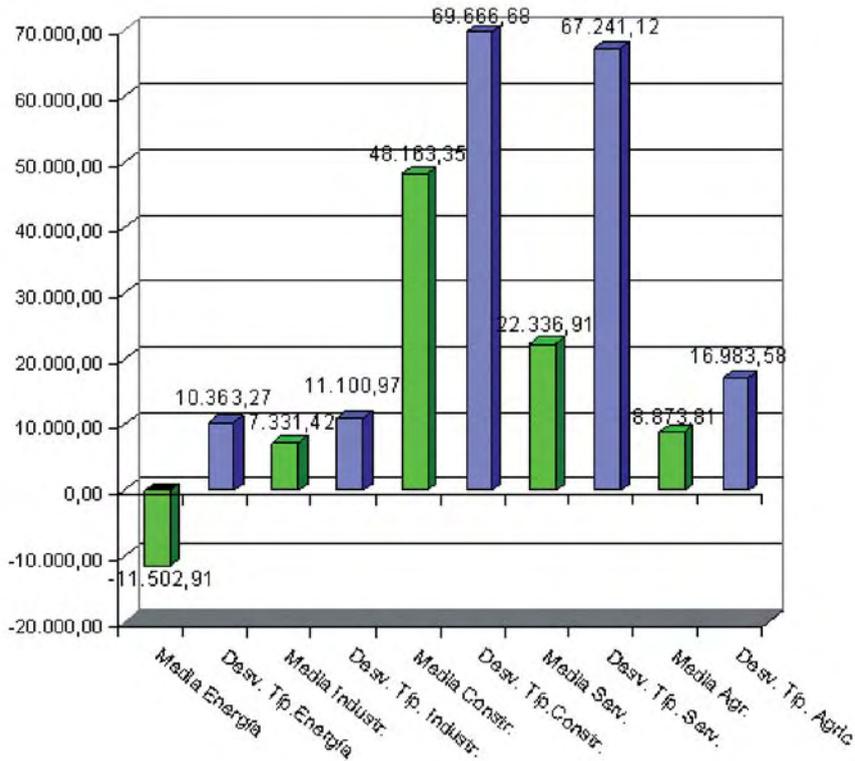
◆ Figura 4.13.: Periodo Medio de Cobro y de Pago en función del tamaño empresarial (2006)



Fuente: Elaboración Propia.

Si analizamos el circulante desde el punto de vista sectorial, comprobamos como el sector con menor fondo de maniobra es el energético (-11.502 €), dependiendo de los periodos medios este fondo de maniobra puede penalizar la solvencia o no del sector. El resto de sectores presentan fondos de maniobras positivos, siendo el mayor el de la construcción con 48.163 €. No obstante, desde el punto de vista sectorial no podemos concluir nada debido al alto nivel de variabilidad que presentan las empresas de los distintos sectores como podemos observar en la figura 4.14.

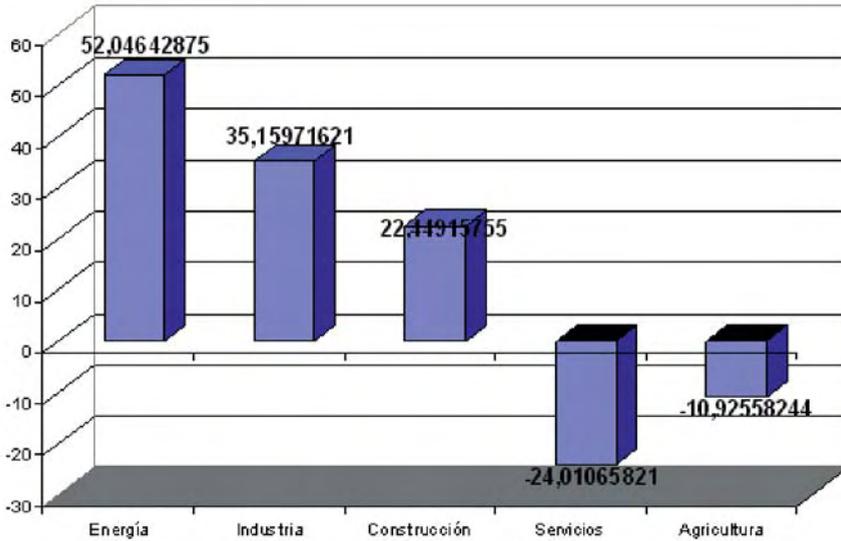
◆ Figura 4.14. -Fondo de Maniobra 2006 en función del sector de actividad (miles €)



Fuente: Elaboración Propia.

La diferencia entre periodos medio de pago y de cobro son positivas para los tres primeros sectores (energía, industria y construcción) y negativas para el sector servicios y agrícola (figura 4.15). Sin embargo, no podemos concluir que los sectores agrícolas y de servicio tengan unos niveles bajos de solvencia porque la variabilidad es muy alta y las empresas de la muestra presentan valores muy dispares (muy altos y muy bajos).

◆ Figura 4.15.: Diferencia entre Periodo Medio de Pago y de Cobro en función del sector de actividad (2006)



Fuente: Elaboración Propia.

Al igual que ocurría con el activo fijo, desde el punto de vista del circulante las diferencias son más desde el punto de vista del sector de actividad que del tamaño. Así, los sectores que presentan una mejor combinación de sus periodos medios son energía e industria (manufactura), siendo los tres restantes los que ofrecen una peor situación.

Además, podemos decir que según la estructura económica las empresas grandes y los sectores energéticos e industriales son los mejores posicionados. Además, según el activo las diferencias son más importantes en función del sector que del tamaño.

Finalmente, si analizamos la estructura económica en función de la provincia donde se ubica la empresa comprobamos como la relación entre activo fijo y activo total se mantiene similar en todas las provincias andaluzas. El fondo de maniobra medio es superior en Granada y las provincias con menores fondos de maniobra son Sevilla y Jaén. Por otro lado, si comparamos los periodos medios de cobro y pago Almería, Granada y Málaga son las que ofrecen mejores valores, presentando el resto de las provincias un valor negativo entre la diferencia del periodo medio de pago y cobro (tabla 4.6).

■ Tabla 4.6.: Estructura económica de las Empresas Andaluzas por Provincias

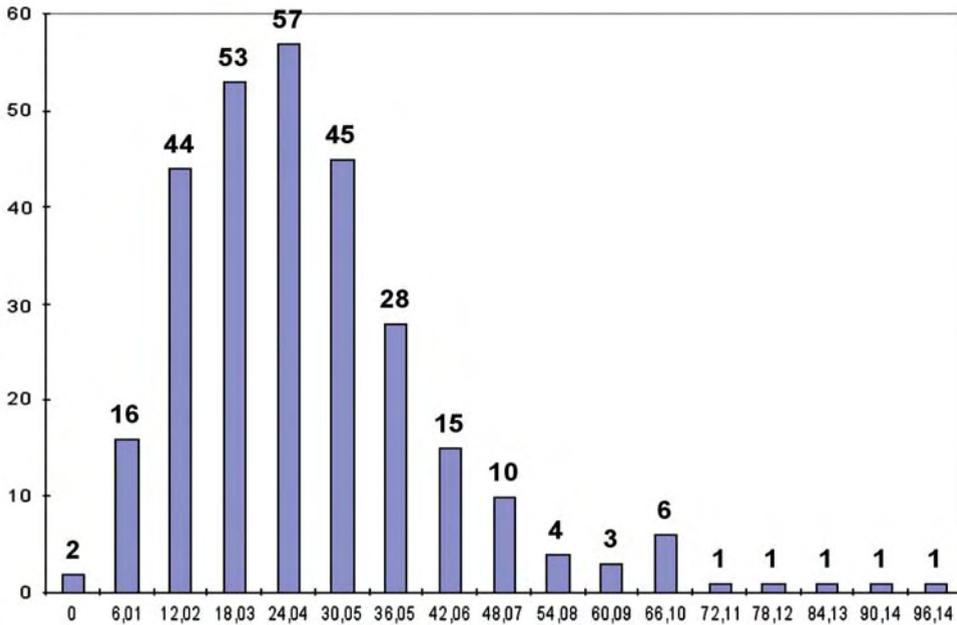
| | Af/At | Fondo de Maniobra (miles €) | Periodo Medio de Cobro | Periodo Medio de Pago | Periodo Medio de Pago - Periodo Medio de Cobro |
|---------|--------|-----------------------------|------------------------|-----------------------|--|
| Almería | 43,65% | 5.975,48 | 128,86 | 222,61 | 93,75 |
| Cádiz | 42,75% | 24.272,15 | 185,67 | 181,70 | - 3,97 |
| Córdoba | 36,38% | 22.535,51 | 199,11 | 103,70 | - 95,42 |
| Granada | 45,90% | 25.446,89 | 136,14 | 193,47 | 57,34 |
| Huelva | 45,47% | 7.857,91 | 118,87 | 92,73 | - 26,14 |
| Jaén | 46,46% | 999,11 | 102,79 | 96,04 | - 6,75 |
| Málaga | 46,41% | 19.233,74 | 157,02 | 229,44 | 72,41 |
| Sevilla | 42,72% | 2.969,14 | 125,99 | 124,83 | - 1,15 |

Fuente: Elaboración propia.

Para terminar con el estudio de la estructura económica resulta interesante conocer la vida media de las empresas que potencialmente pueden cotizar en el mercado, de dicha muestra se obtiene una vida media de 24 años. En la figura 4.16 podemos observar como 24 años de vida lo tienen 57 empresas de la muestra, 18 años lo tienen 53 empresas y 30 años lo tienen 45 empresas. Así, según los años de vida de la empresa el riesgo del mercado puede ser mayor o menor, de nuestra muestra se deduce que la mayoría de las empresas potenciales son ya empresas implantadas en su sector de actividad, hay pocas empresas jóvenes.

No obstante, las empresas jóvenes implantadas en sectores de gran innovación, empresas que se financian a través del capital riesgo son empresas a las que potencialmente también les va a interesar este mercado. Si bien las empresas de nueva creación al no aparecer registradas en SABI no la hemos considerado explícitamente.

◆ Figura 4.16.: Histograma de la vida de las empresas andaluzas seleccionadas



Fuente: Elaboración Propia.

4.3. Estudio de la Estructura Financiera de las Empresas Andaluzas con Opciones en el MAB

Los ratios utilizados para analizar la estructura financiera de la muestra están y aparecen reflejados en la tabla 4.7, están y son los siguientes:

- Fondos Propios (FP). Fundamentalmente, capital social y reservas.
- Ratio de Endeudamiento (L). Relación entre recursos ajenos y propios.
- Relación entre acreedores a corto y pasivo corriente (**ACR/Pc**).
- Relación entre pasivo corriente con coste financiero y pasivo corriente (**PcsACR/Pc**)
- Relación entre recursos ajenos a largo plazo y a corto plazo (**RAI/RAc**).

Las relaciones más favorables para acceder a la financiación desde el punto de vista de la estructura financiera desde una óptica general son:

- Mayor nivel de fondos propios más seguridad.
- Mayor nivel de endeudamiento, más riesgo.
- Mayor peso de los recursos ajenos a largo sobre los recursos ajenos a corto, más seguridad.
- Menor peso de la financiación espontánea en el pasivo corriente mayor riesgo.

Los ratios definidos anteriormente son importantes porque es posible establecer relaciones entre los mismos y el posicionamiento de las empresas para obtener financiación. En nuestra muestra, el volumen de fondos propios medios estaría cercano a los 25 millones de euros, aunque la dispersión de la muestra es alta. El nivel medio de endeudamiento medio de la empresa (recursos ajenos en relación a recursos propios) está en dos veces. La financiación ajena es mayormente a corto plazo, ya que la financiación ajena a largo equivale al 80% de la financiación a corto.

La financiación espontánea (acreedores) representa por término medio el 40% de la financiación a corto y el 60% restante son obligaciones de la empresa con entidades financieras.

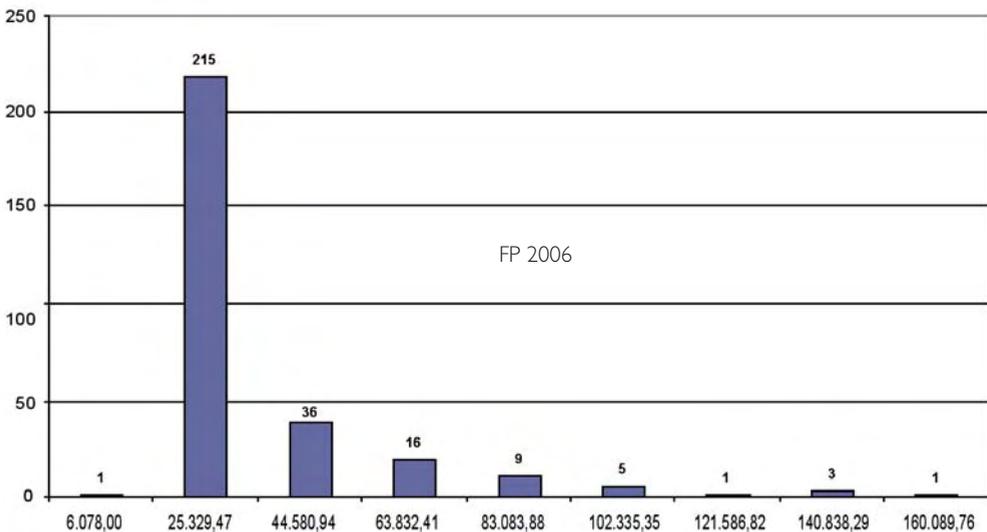
■ Tabla 4.7.: Estructura Financiera 2006

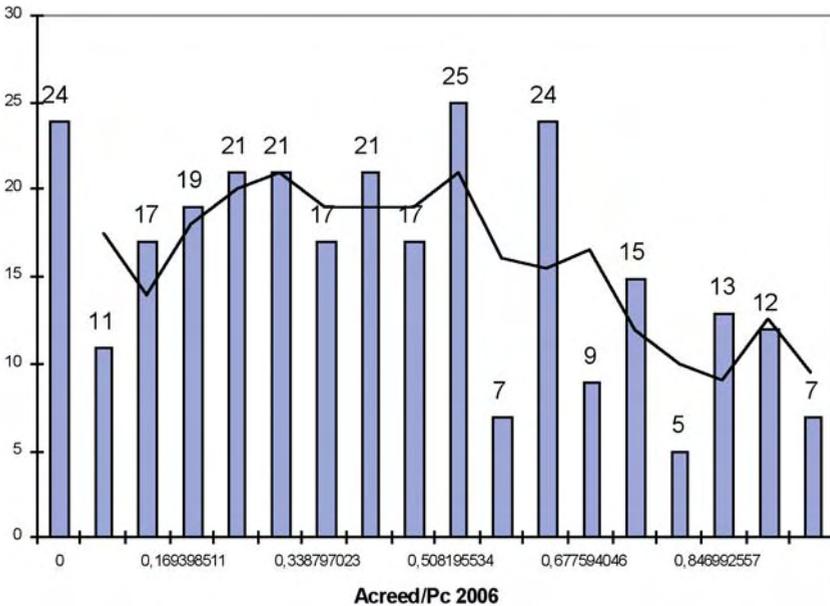
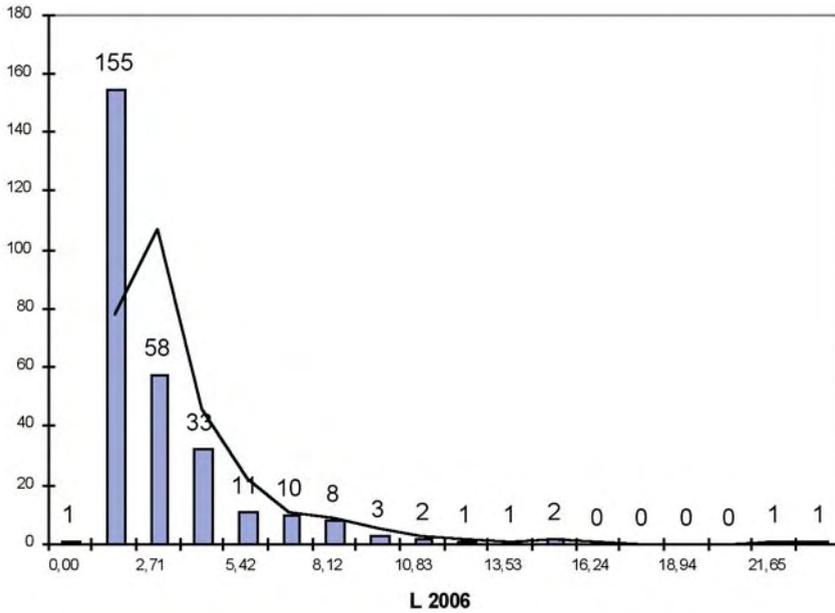
| | FP (miles €) | L | ACR/Pc | PcsACR/Pc | RAI/RAc |
|------------|-----------------|------------|------------|------------|------------|
| Media | 24.701,47 | 2,1568352 | 0,3909142 | 0,6090858 | 0,80152652 |
| Desv. típ. | 31.148,49 | 2,90363605 | 0,26879212 | 0,26879212 | 2,44904334 |

Fuente: Elaboración Propia

Del estudio de los histogramas de las variables anteriores podemos deducir que el 92% de la muestra (267 de 289 empresas) tienen los fondos propios comprendidos entre 25 y 63 millones de euros. El 73% posee un ratio de endeudamiento entre 1,36 y 2,71. La financiación espontánea esta muy desagregada como podemos observar en la figura 4.17

◆ Figura 4.17.: Histogramas de variables de Estructura Financiera 2006



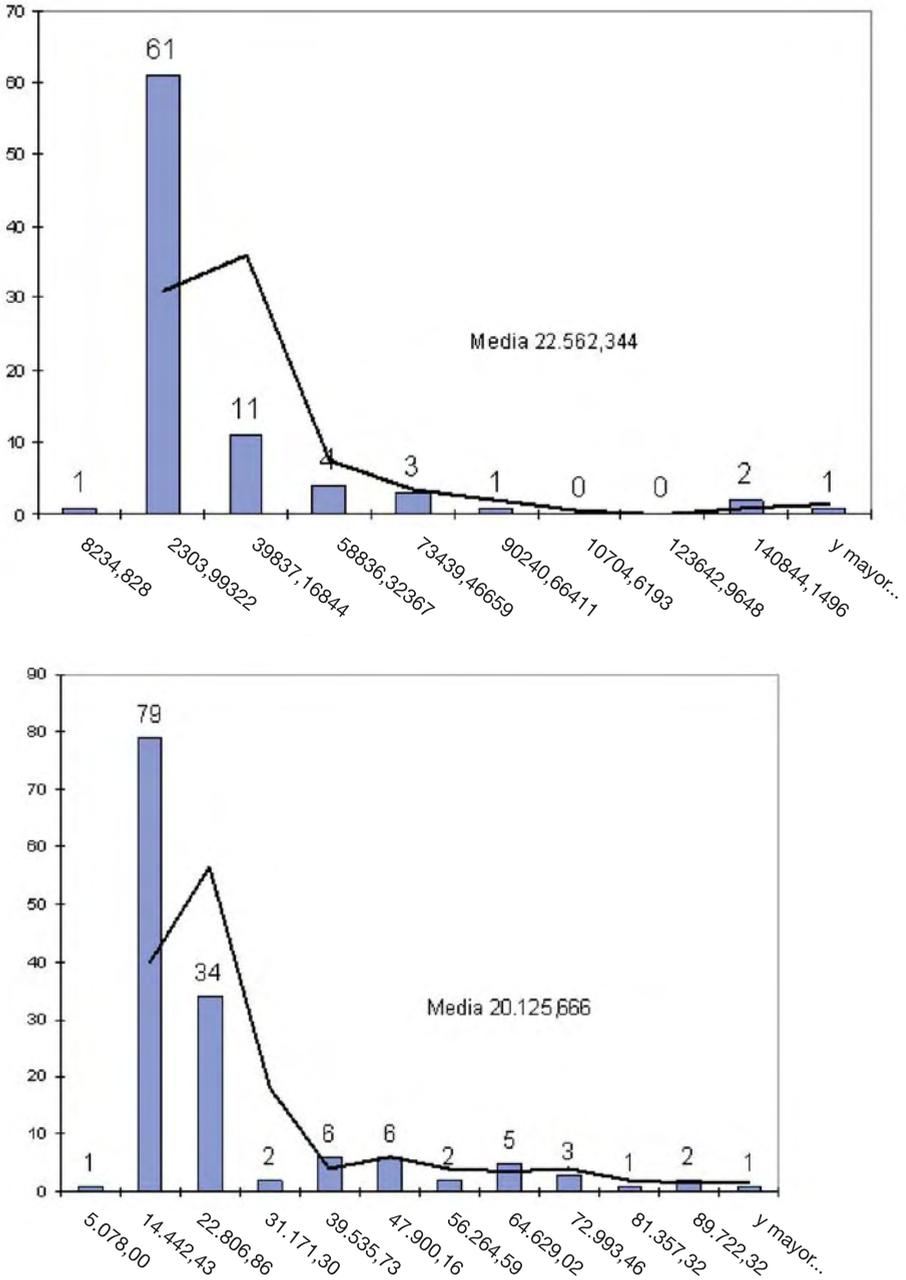


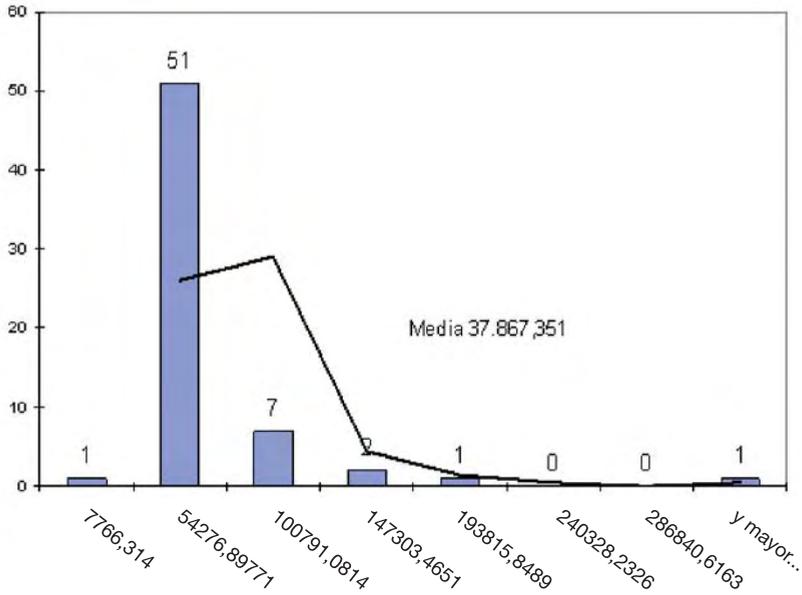
Fuente: Elaboración Propia.

- Completamos el estudio de la estructura financiera con la consideración del tamaño y del sector de las empresas seleccionadas, porque ambos factores son determinantes en la estructura financiera de la empresa.

En función del tamaño, la empresa que mayor volumen de recursos propios presenta es la empresa grande con un volumen medio de 38 millones de euros, no existiendo diferencias significativas entre la pequeña y mediana empresa (figura 4.18).

◆ Figura 4.18.: Histogramas FP 2006 en función del tamaño

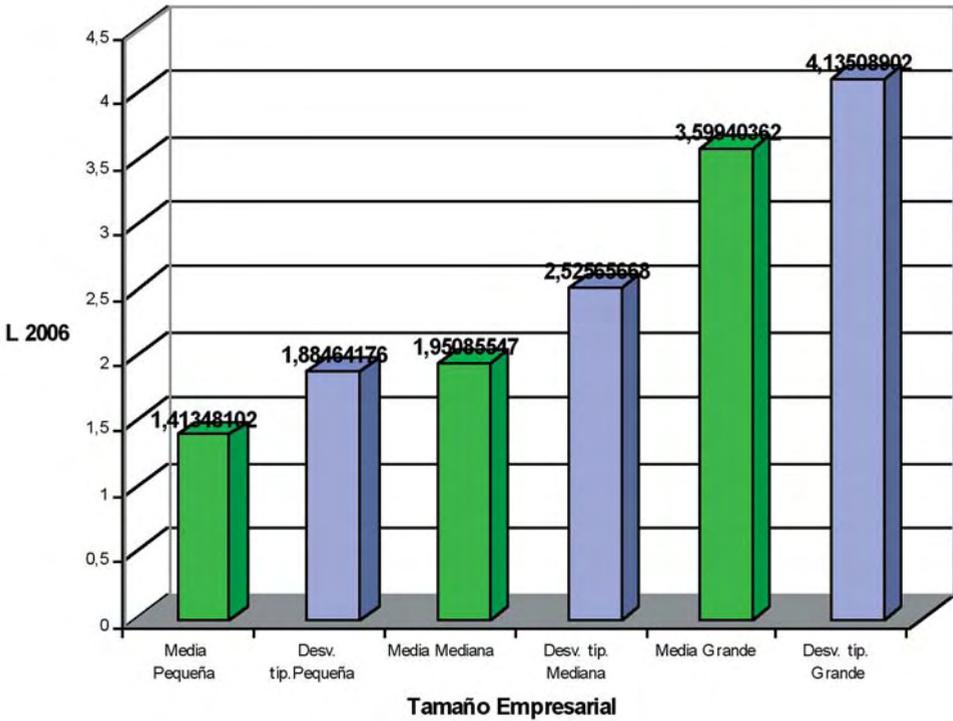




Fuente: Elaboración Propia.

Por otro lado, el endeudamiento va aumentando con el tamaño, por lo que a mayor tamaño mayor riesgo financiero (figura 4.19). Sin embargo, si tenemos en cuenta el efecto apalancamiento, un mayor endeudamiento, cuando la rentabilidad del activo supera el coste de la deuda, genera también mayor rentabilidad financiera para el accionista.

◆ Figura 4.19.: L 2006 en función del tamaño



Fuente: Elaboración Propia.

Dentro del circulante, la financiación espontánea, sin coste explícito, aumenta, igualmente, con el tamaño. Este hecho se corresponde con la mejor situación de solvencia que ofrece la empresa grande desde el punto de vista de la estructura económica (tabla 4.7).

■ Tabla 4.7.: Acreed/Pc 2006 en función tamaño empresarial

| | Pequeña | Mediana | Grande |
|-----------|------------|------------|------------|
| Media | 0,2806172 | 0,41681745 | 0,47541566 |
| Dev. típ. | 0,27422153 | 0,25217407 | 0,2472872 |

Fuente: Elaboración Propia

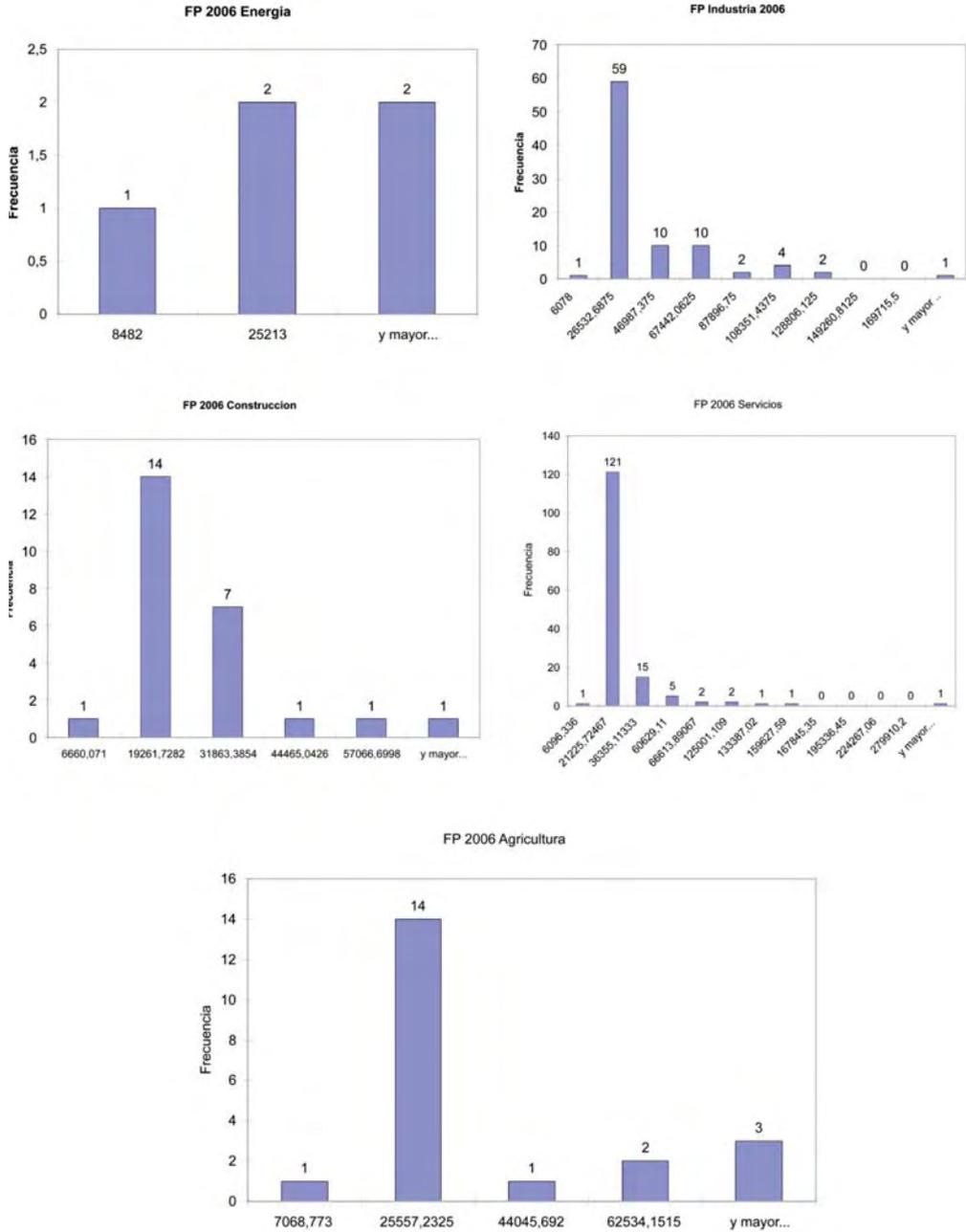
Si nos centramos en el sector (figura 4.20), el volumen de fondos propios es muy similar en todos los sectores de actividad, por lo que no hay diferencias significativas, el valor más alto lo tiene el sector energía (24 millones) y el más bajo el sector construcción (cerca a 20 millones).

Sin embargo, no ocurre lo mismo con el ratio de endeudamiento, donde el sector de la construcción es el más endeudado con un nivel de endeudamiento de 5 veces sus recursos pro-

pios y el sector agrícola el menos endeudado con una relación entre recursos ajenos y propios próxima a 1, seguido del sector industrial y servicios (figura 4.21).

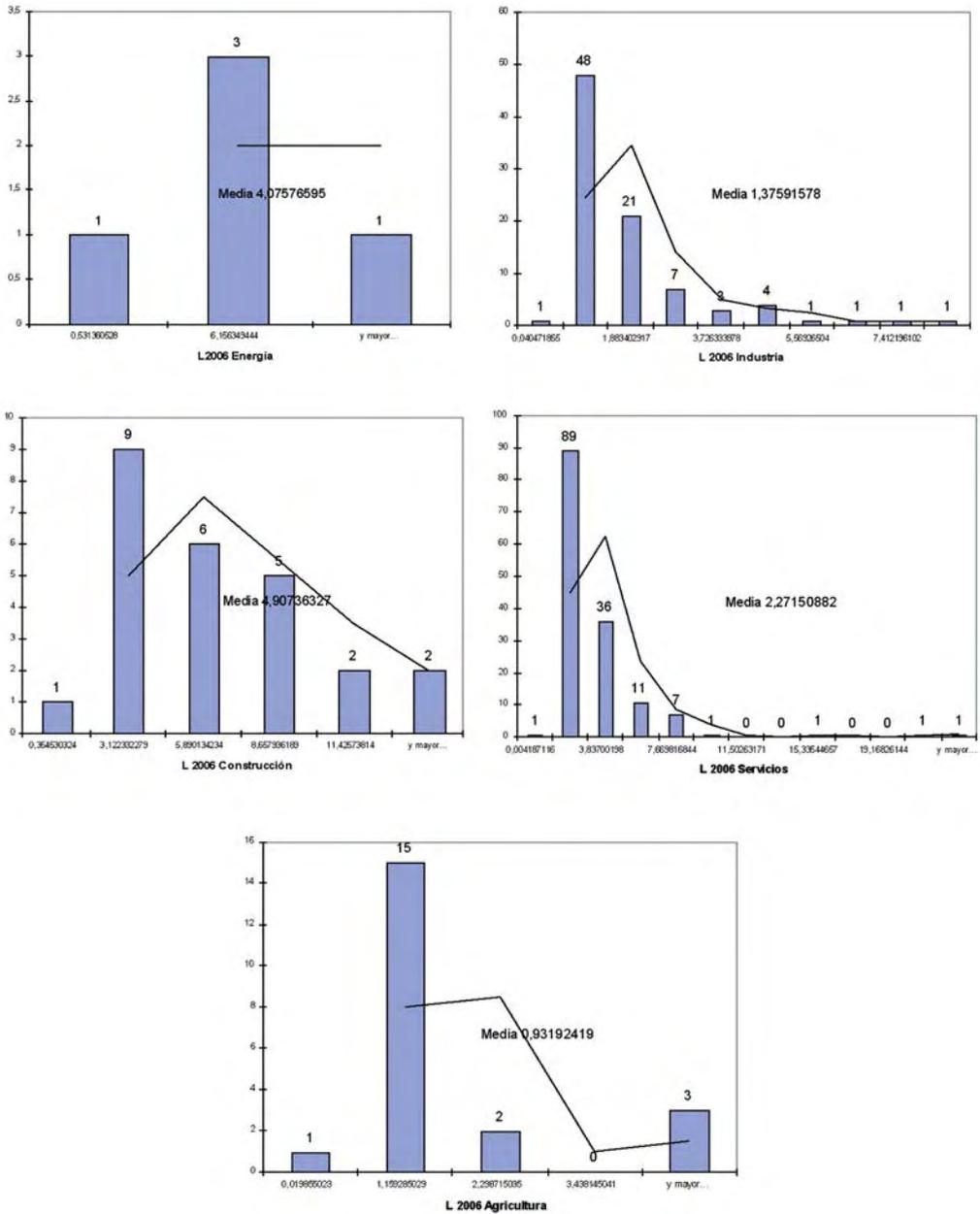
Desde el punto de vista del circulante, en el sector de la construcción y manufactura es donde existe mayor nivel de financiación espontánea y el sector agrícola el que menor nivel de este tipo de financiación presenta (figura 4.22).

◆ Figura 4.20.: Histogramas FP 2006 en función del sector



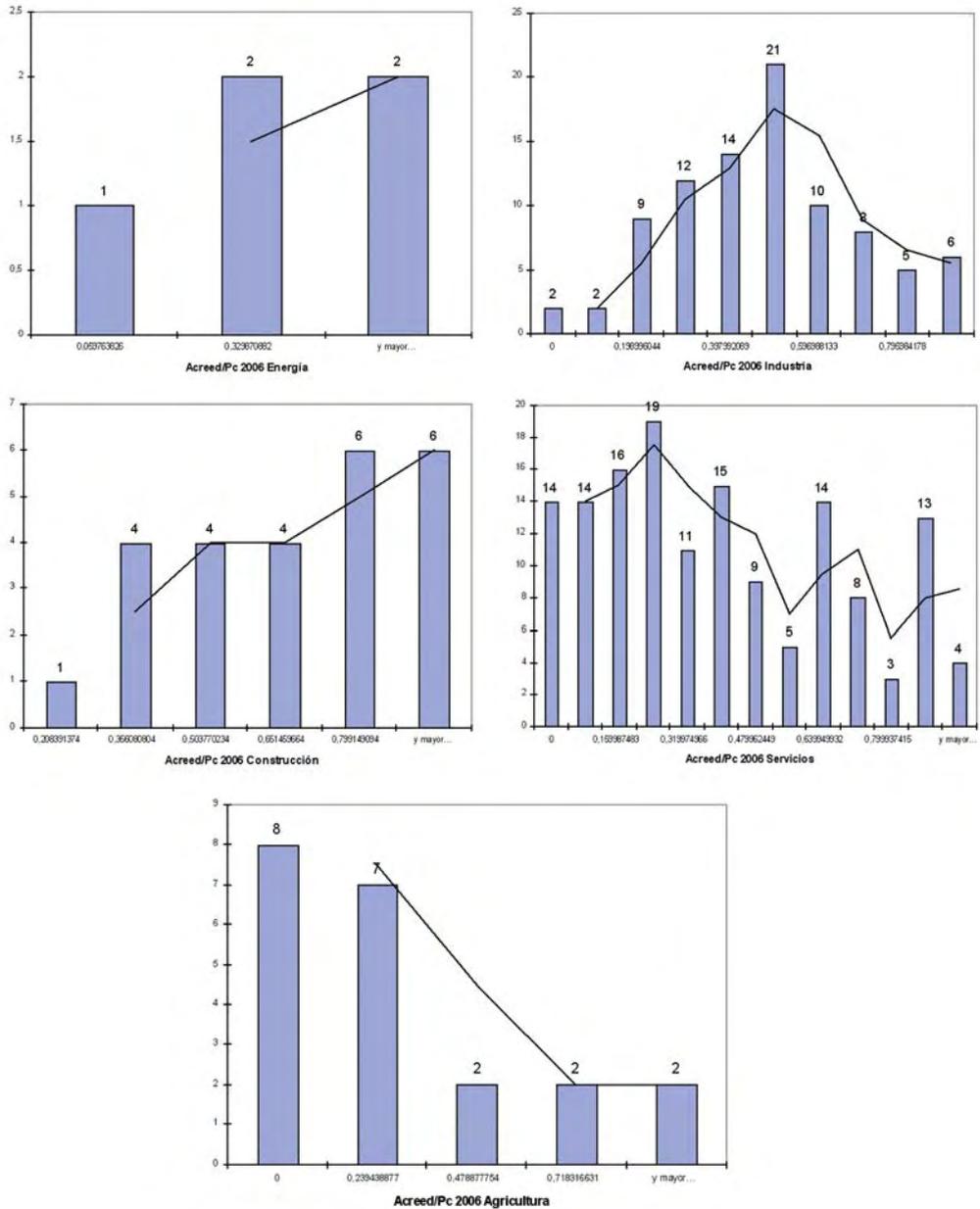
Fuente: Elaboración Propia

◆ Figura 4.21.: Histogramas L 2006 en función del sector



Fuente: Elaboración Propia

◆ Figura 4.22.: Histogramas Acreed/Pc 2006 en función del sector



Fuente: Elaboración Propia

A modo de conclusión, podemos decir que todas las variables de la estructura financiera crecen con el tamaño, en valores absolutos.

Desde el punto de vista sectorial los resultados no son tan claros. Tan solo el ratio de en-

deudamiento nos da unos valores de los que podemos concluir que el sector más endeudado y, por tanto, el más arriesgado es la construcción y los menos endeudados son el sector industrial, servicios y agrícola.

Finalmente, si analizamos el ratio de endeudamiento desde el punto de vista provincial comprobamos como las empresas cordobesas son las más endeudadas y las granadinas las que presentan menores niveles de endeudamiento (tabla 4.8).

■ **Tabla 4.8.: Ratios de Endeudamiento por Provincias**

| | Almería | Cádiz | Córdoba | Granada | Huelva | Jaen | Málaga | Sevilla |
|------------------------------|---------|-------|---------|---------|--------|------|--------|---------|
| Ratio de Endeudamiento Medio | 2,46 | 2,38 | 2,91 | 1,43 | 1,96 | 2,38 | 2,00 | 2,61 |

Fuente: *Elaboración Propia*

4.4. Estudio de la Rentabilidad de las Empresas Andaluzas con Opciones en el MAB

En este epígrafe analizaremos distintas variables relacionadas con la renta y con algunos indicadores de eficiencia:

- Ingresos de explotación.
- Cashflow de empresa (CF), beneficio neto más amortización técnica.
- Relación entre ingresos y cashflow (I/CF)
- Rentabilidad de activo (R), relación entre beneficio económico y activo total.
- Rentabilidad financiera (r), relación entre beneficio neto y fondos propios.

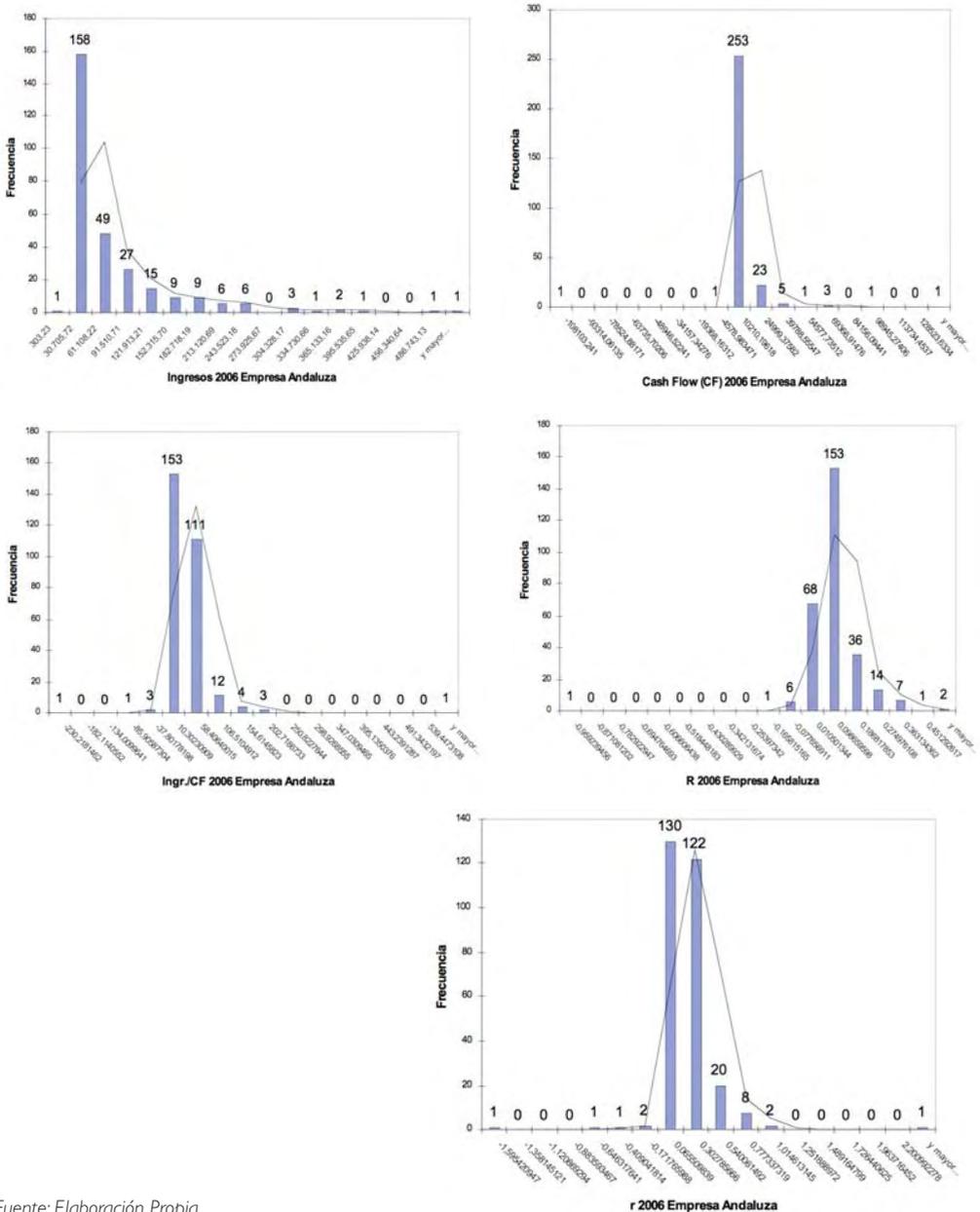
Un aumento de cada una de estas variables, excepto I/CF, supone una disminución de riesgo y un aumento de valor.

En la figura 4.23 se observan los resultados de las distintas variables que las empresas de la muestra alcanzan en el año 2006. Los ingresos de la mayor parte de la muestra se concentran entre los 30 y los 122 millones de euros. Del total de estos ingresos los cashflows se acumulan entre los 10 y 25 millones de euros. La relación entre estos ingresos y los cashflows se mueven entre 10 y 58 veces, cuanto menor sea este indicador supone que con los mismos ingresos se genera más renta y por tanto la empresa es más eficiente.

En cuanto a la rentabilidad de activo se mueve, fundamentalmente, entre un 10% y un 28%. En la rentabilidad financiera o del accionista, la mayor parte de la muestra se mueve entre un 6% y un 54%.

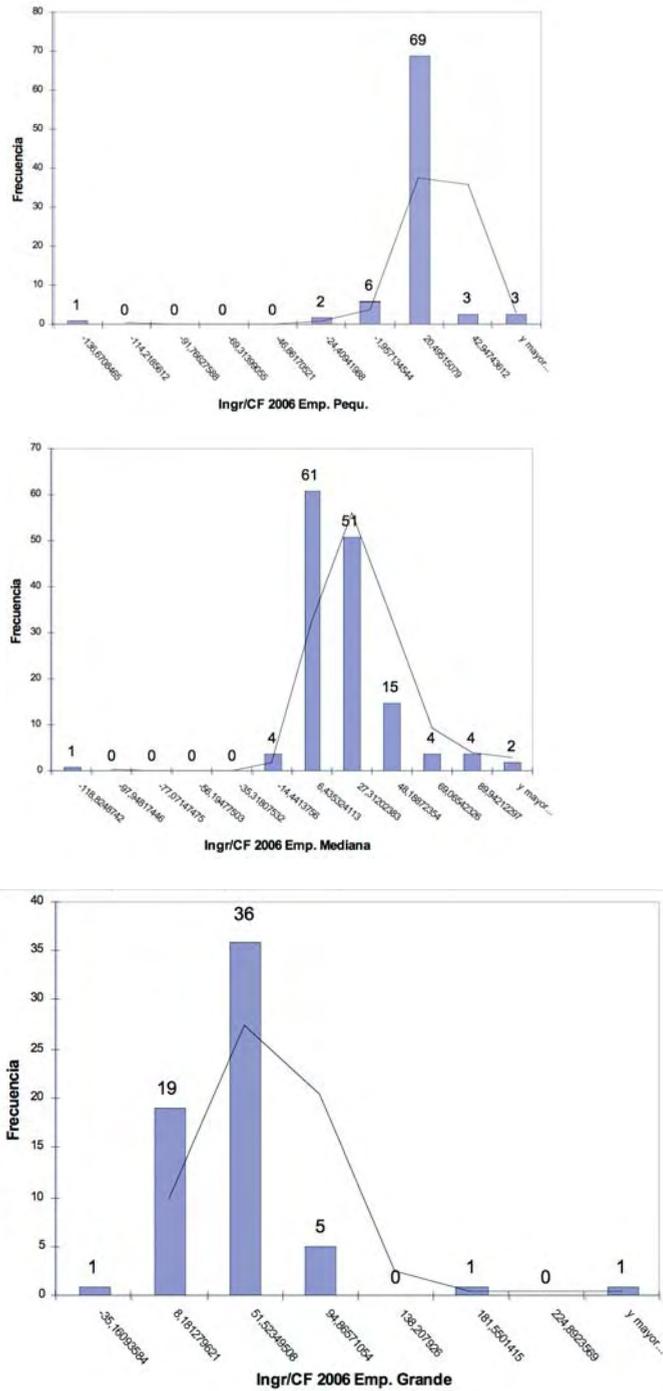
Para hacer un estudio más completo de la renta vamos a analizar las variables en función del tamaño y del sector de actividad. En primer lugar, la relación entre ingresos y cashflow, los menores niveles y por tanto los mejores los presentan la empresa mediana aunque las empresas grandes también ofrecen niveles bajos si bien la variabilidad es mucho mayor (figura 4.24).

◆ Figura 4.23.: Histogramas renta y rentabilidad 2006



Fuente: Elaboración Propia

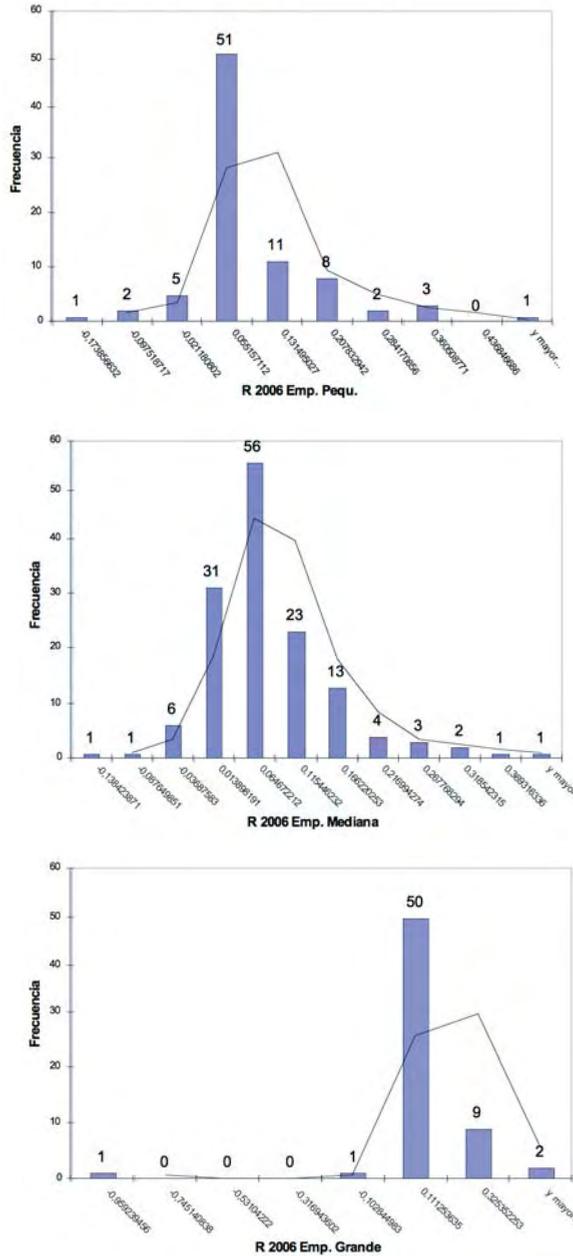
◆ Figura 4.24.: Histogramas I/CF 2006 en función del Tamaño



Fuente: Elaboración Propia

La rentabilidad de activo aumenta con el tamaño, aunque los valores están muy próximos los unos de los otros, y se suelen mover por término medio en torno a un 5% para los distintos tamaños (figura 4.25).

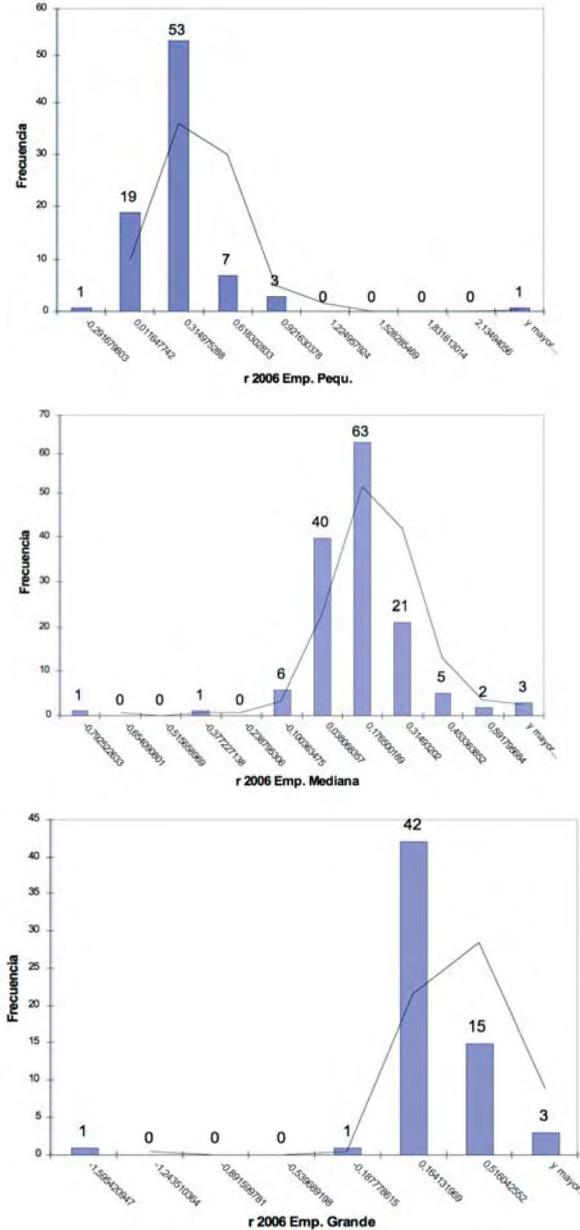
◆ Figura 4.25.: Histogramas R 2006 en función del Tamaño



Fuente: Elaboración Propia

Por otro lado, con la rentabilidad financiera si que se aprecia una relación positiva, ya que un aumento del tamaño empresarial se ve correspondido por un aumento de la rentabilidad financiera. Así, las rentabilidades medias son de 10%, 12% y 17% para pequeña, media y gran empresa, respectivamente (figura 4.26).

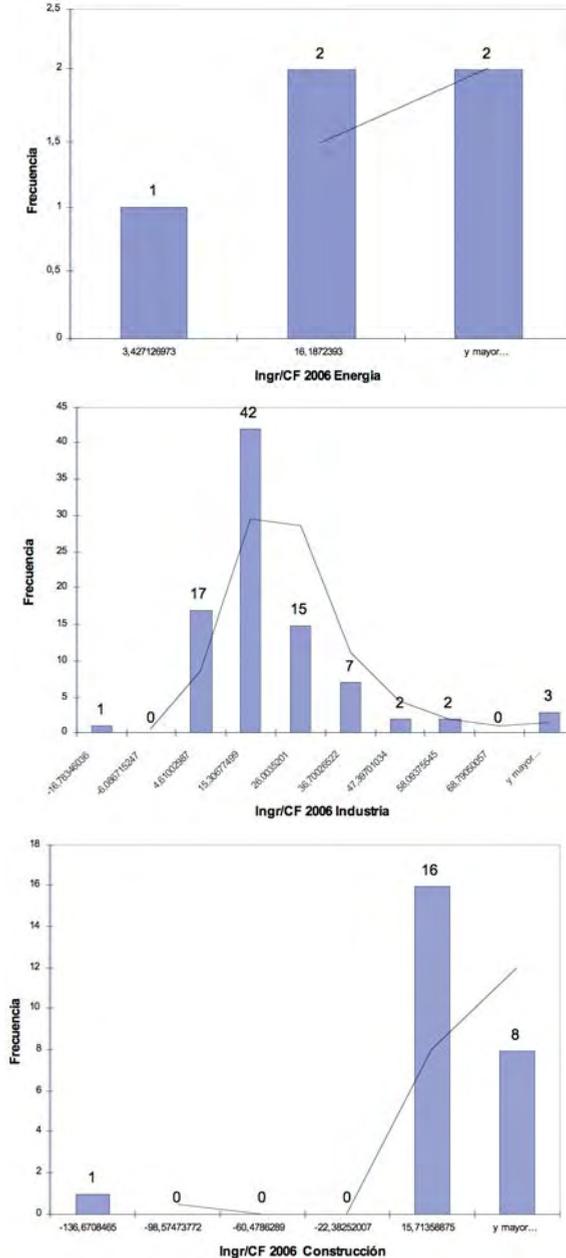
◆ Figura 4.26.: Histogramas r 2006 en función del Tamaño

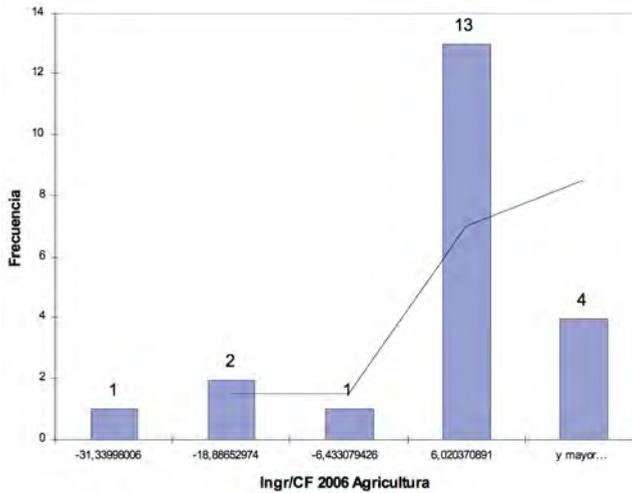
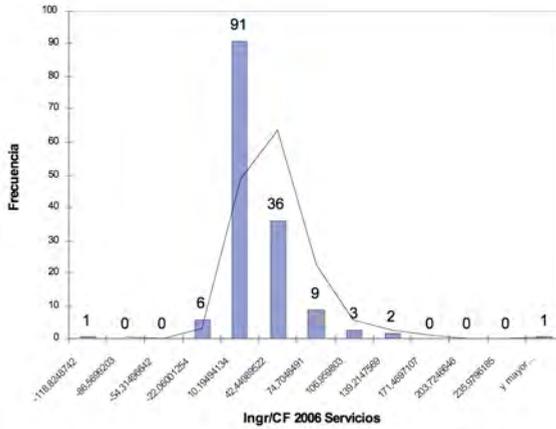


Fuente: Elaboración Propia

Seguidamente, haremos el estudio en función del sector. De esta manera, la relación entre ingresos y cashflow resulta más positiva en el sector agrícola, seguido por los sectores servicios e industrial. El sector agrícola es el que más renta genera para una misma cifra de ingresos, siendo los sectores energéticos y de la construcción los peores (figura 4.27)

◆ Figura 4.27.: Histogramas I/CF 2006 en función del Sector



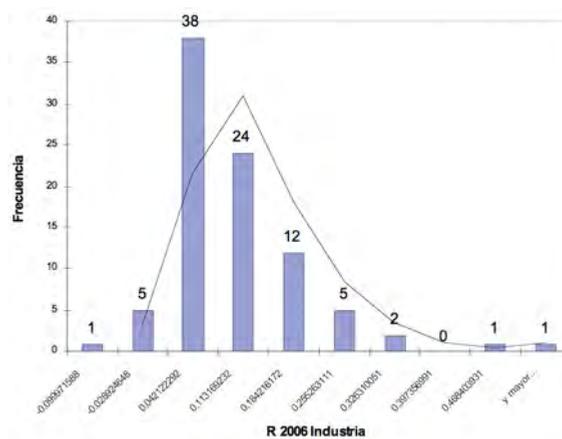
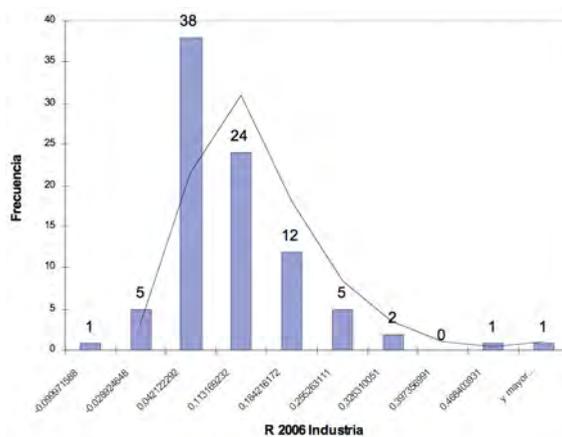
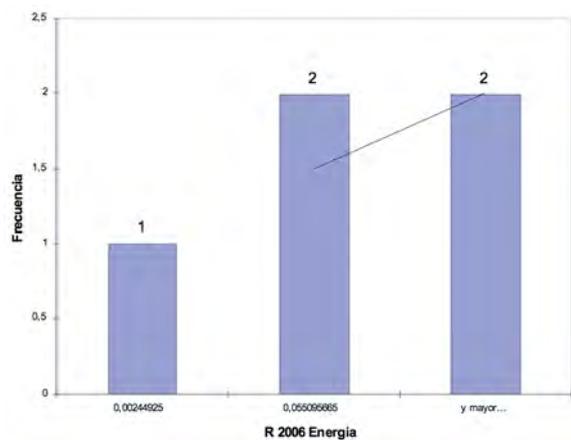


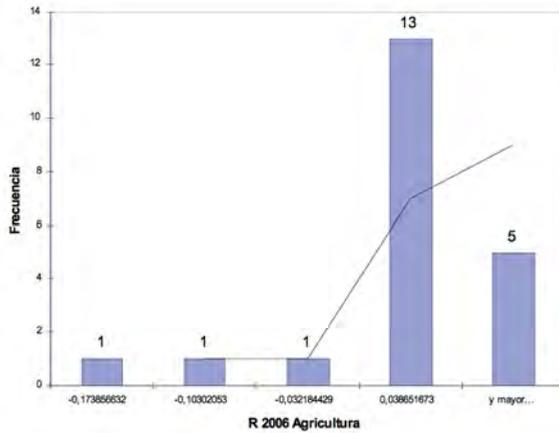
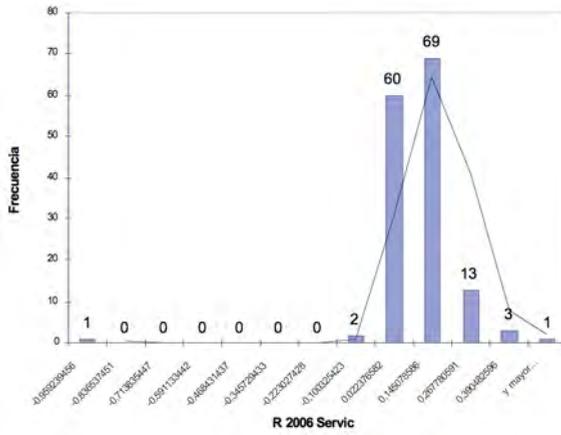
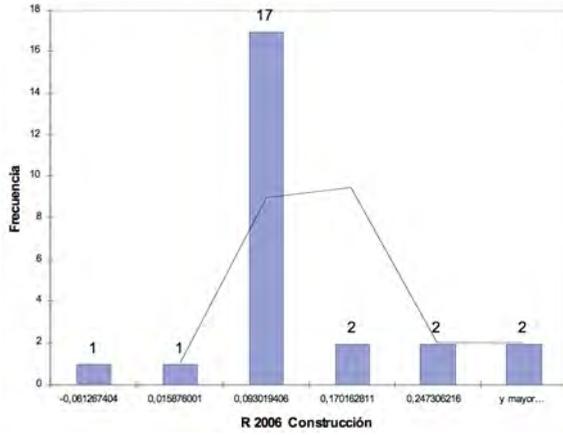
Fuente: Elaboración Propia

Al igual que ocurría con la relación entre ingresos y cashflows desde un punto de vista sectorial, la rentabilidad de activo en los sectores agrícolas de servicios e industrial ascienden a un 6,9%, 6,6% y 5%, respectivamente y el sector energético y de construcción son los que menores valores ofrecen, 4 y 4,4%, respectivamente (figura 4.28).

Si analizamos la rentabilidad financiera los tres primeros sectores coinciden con los dados por la rentabilidad de activo, aunque no en el orden. Desde el punto de vista de la rentabilidad financiera el mejor sector sería el industrial.

◆ Figura 4.28.: Histogramas R 2006 en función del Sector





Fuente: Elaboración Propia

Por otro lado, si analizamos las rentabilidades desde un punto de vista provincial comprobamos como Granada y Málaga son las que mejores rentabilidades de activo ofrecen y Sevilla y Córdoba las que peores cifras de rentabilidad de activo presentan, aunque hay que aclarar que Sevilla también es la provincia con más dispersión. La rentabilidad financiera alcanza sus mayores cotas en Málaga, Sevilla y Córdoba, correspondiendo los valores más bajos a Huelva y Jaén (tabla 4.9).

■ **Tabla 4.9.: Rentabilidad de Activo y Financiera por Provincias**

| | Rentabilidad de Activo | Rentabilidad Financiera |
|---------|------------------------|-------------------------|
| Almería | 6,31% | 9,44% |
| Cádiz | 4,61% | 9,72% |
| Córdoba | 4,32% | 11,56% |
| Granada | 8,82% | 11,57% |
| Huelva | 2,63% | 6,83% |
| Jaén | 2,69% | 7,52% |
| Málaga | 7,77% | 15,84% |
| Sevilla | 4,11% | 11,35% |

Fuente: Elaboración Propia

4.5. Consideraciones Finales

Hemos identificado 289 empresas andaluzas con opciones para cotizar en el MAB.

En dicho grupo las empresas medianas presentan mayor peso, con un 49%, mientras las pequeñas y las grandes tan solo aportan el 29% y el 22%, respectivamente, como es normal. El tamaño de la empresa andaluza es un factor que está inversamente relacionado con el riesgo y directamente relacionado con las posibilidades de conseguir más financiación en el MAB. Por tanto, podemos decir que en términos generales las empresas medianas y grandes son las mejores posicionadas para entrar en dicho mercado.

Si analizamos los sectores, el sector servicios y el industrial con un 51,5% y un 30,5%, respectivamente, son los que pueden aportar más empresas al MAB.

Si analizamos la muestra distribuida por provincias comprobamos como Sevilla y Málaga con un 34,60% y un 20,07%, respectivamente, son las que más empresas pueden aportar al MAB. Las empresas de Cádiz juegan un papel intermedio con un 13,15%. Por último, las empresas de Córdoba, Granada, Almería, Huelva y Jaén tienen un papel más residual con un 9%, 7,96%, 5,88%, 4,84% y 4,50%, respectivamente.

Las siguientes tablas ofrecen un resumen de los distintos ratios analizados de las empresas andaluzas con potencialidades en el MAB tanto en función del tamaño (tabla 4.10) como en función del sector (tabla 4.11).

■ **Tabla 4.10.: Ratios de las empresas andaluzas con posibilidades de cotizar en el MAB en función del tamaño (2006)**

| Variables | Total Empresas | Pequeña | Mediana | Grande |
|-----------------------------|----------------|---------|---------|--------|
| Af/At | 39,2% | 38% | 39% | 41% |
| Fondo de Maniobra (miles €) | 16.209,94 | 33.865 | 13.750 | 11.910 |
| Periodo Medio de Cobro | 204,48 | 298 | 227 | 127 |
| Periodo Medio de Pago | 177,75 | 227 | 243 | 147 |
| FP (miles €) | 24.701 | 22.562 | 20.125 | 37.867 |
| L | 2,15 | 1,41 | 1,95 | 3,59 |
| ACR/Pc | 0,39 | 0,28 | 0,41 | 0,47 |
| R | 5,74% | 5,32% | 5,73% | 4,69% |
| r | 11,87% | 10% | 12% | 16% |

Fuente: Elaboración Propia

■ **Tabla 4.11.: Ratios de las empresas andaluzas con posibilidades de cotizar en el MAB en función del tamaño (2006)**

| Variables | Energía | Industria | Construcción | Servicios | Agricultura |
|-----------------------------|-------------|-----------|--------------|-----------|-------------|
| Af/At | 49,23% | 22,30% | 73,43% | 54,34% | 72,69% |
| Fondo de Maniobra (miles €) | - 11.502,91 | 7.331,42 | 48.103,85 | 22.336,31 | 8.873,81 |
| Periodo Medio de Cobro | 170,71 | 125,27 | 205,76 | 235,42 | 214,97 |
| Periodo Medio de Pago | 222,76 | 160,43 | 228,22 | 202,93 | 204,05 |
| FP (miles €) | 49.434,32 | 20.441,00 | 26.766,44 | 26.128,77 | 24.283,62 |
| L | 4,08 | 1,38 | 4,91 | 2,27 | 0,93 |
| ACR/Pc | 0,31 | 0,43 | 0,60 | 0,36 | 0,20 |
| R | 4% | 5% | 4,4% | 6,6% | 6,9% |
| r | 9,43% | 11,05% | 20,72% | 11,04% | 5,07% |

Fuente: Elaboración Propia

Finalmente, tenemos que aclarar que los resultados aquí obtenidos nos proporcionan una idea sobre la situación media de las empresas en función del tamaño y de los sectores. Sin embargo, debido al alto nivel de variabilidad la conveniencia o no de la entrada de una empresa en el mercado habría que realizarlo individualmente y teniendo en cuenta los planes de expansión futuros de las mismas, básicos para justificar la entrada en el MAB.

5

Análisis Empírico sobre las posibilidades del Mercado Alternativo Bursátil en Andalucía

5. Análisis Empírico sobre las Posibilidades del Mercado Alternativo Bursátil en Andalucía

5.1. Introducción

En este capítulo expondremos la investigación que hemos llevado a cabo para intentar dilucidar si la creación de este nuevo mercado bursátil puede representar una oportunidad para las empresas andaluzas.

Así, y una vez realizados los estudios previos, esto es, conocer los mercados alternativos de una forma genérica, los mercados similares que existen en el contexto europeo y la normativa específica que va a regir para el caso español, nos enfrentamos ahora a la realidad andaluza para analizar en qué medida nuestro empresariado puede y quiere acceder en el futuro a dicho mercado. El análisis realizado también de forma previa en el capítulo anterior nos había permitido determinar las empresas andaluzas que podíamos considerar en la línea de salida para acceder a la cotización bursátil. A este conjunto de empresas es al que nos hemos dirigido para alcanzar nuestro propósito.

A la vez que hemos perseguido contestar a dicha cuestión hemos realizado un estudio paralelo sobre la problemática financiera de estas empresas andaluzas, de forma que podamos sacar conclusiones para estas cuestiones particulares a la vez que nos permitan extraer adecuadamente y de forma coherente las específicas sobre el acceso a la financiación bursátil.

Para todo ello, este capítulo lo hemos estructurado en tres grandes apartados. En el primero, describiremos la encuesta que hemos dirigido a las empresas seleccionadas señalando la pertinencia de cada una de las cuestiones incluidas. Posteriormente, en el segundo de los apartados, expondremos el método que hemos seguido para poner en marcha la encuesta, detallando los cauces de comunicación que hemos utilizado, los obstáculos a los que hemos tenido que enfrentarnos y las conclusiones que hemos podido extraer a lo largo de todo el proceso de desarrollo de la encuesta. En último lugar, expondremos en el apartado final los resultados obtenidos.

5.2. La Encuesta sobre la Financiación de la Empresa Andaluza¹⁰

La encuesta en la que basamos nuestra investigación consta de dieciocho preguntas que pasamos a detallar a continuación.

¹⁰ Se adjunta como anexo al trabajo la encuesta completa que se les planteó a las empresas de la muestra.

5.2.1. Datos básicos de la empresa

La encuesta incluye unas cuestiones previas dirigidas a identificar de forma mínima a la empresa encuestada. Dos son las cuestiones que se le formulan: ¿cuál es el nombre de su empresa? y ¿cuál es el cargo en la empresa de la persona que contesta? Al respecto, debemos señalar que se garantizaba a las empresas el anonimato de sus respuestas y se les aseguró que sólo se harían públicos los resultados de forma agregada. El pedirles esta información identificativa obedecía de forma exclusiva a la posibilidad de tener que ponernos en contacto con ellas para posibles aclaraciones.

5.2.2. Preguntas relativas a la financiación de la empresa

a) Tipos de financiación utilizados en su empresa

Nuestro objetivo en este apartado era indagar en la tipología de las fuentes financieras utilizadas por estas empresas. Al respecto, se le ofrecía a los encuestados valorar la importancia de las siguientes opciones:

- Préstamos a más de un año.
- Préstamos a menos de un año.
- Descuento de efectos o factoring.
- Proveedores a corto plazo.
- Descubierta bancario.
- Leasing/renting.
- Emisiones de títulos de renta fija: pagarés, bonos, etc.
- Aportaciones de capital de nuevos socios individuales.
- Aportaciones de sociedades de capital riesgo.
- Subvenciones.

b) Dificultades a la hora de acceder a la financiación bancaria

Otra cuestión que nos parecía importante era profundizar en las relaciones existentes con la que tradicionalmente es la mayor fuente de financiación ajena, la bancaria. En este sentido, se le pedía a la empresa en este apartado señalar el grado de dificultad que experimentaban en el acceso a la financiación bancaria, pudiendo optar desde la categoría *Muy fácil* a la *Muy difícil*.

Posteriormente, en la pregunta siguiente, la empresa tenía que seleccionar los dos problemas más importantes a la hora de obtener financiación bancaria de entre los siguientes propuestos:

- Las exigencias de información del banco son muy altas.
- Las garantías son muy altas.
- Los tipos de interés exigidos son muy elevados.
- Los trámites administrativos que exigen los bancos son muy elevados.
- Otros.

Para completar este sub-objetivo, también se le solicitaba señalar el grado de acuerdo con estas dos frases: “Los bancos no quieren asumir riesgos en las empresas en las que prestan recursos” y “Las entidades financieras con las que trabaja le proporcionan apoyo suficiente con relación a sus necesidades de financiación”.

c) *Futuros planes de inversión y financiaciones previstas*

Con el objetivo de detectar carencias en la cobertura de las necesidades financieras se le preguntaba a las empresas encuestadas sobre la disponibilidad de financiación suficiente para realizar todos los proyectos de inversión que desean; sobre si consideran indispensable la financiación bancaria para hacer frente a sus proyectos de expansión; y sobre el porcentaje que utilizan normalmente de fondos internos (beneficios retenidos) para financiar sus proyectos de inversión.

Directamente para seguir ahondando en los planes de financiación futuros en el caso de tener alguna alternativa de expansión importante en cartera se les preguntaba si se habían planteado utilizar dos posibles vías de financiación menos tradicionales: permitir la entrada en el capital de la empresa a entidades de capital riesgo o recurrir a los mercados bursátiles.

5.2.3. Preguntas específicas acerca del Mercado Alternativo Bursátil español

La primera de las cuestiones que se les formula al respecto es directamente acerca de su conocimiento sobre el mercado alternativo bursátil para PYMES recientemente creado en España.

Una vez señalado lo anterior, se les pedía a las empresas que señalaran la importancia de las posibles barreras percibidas para cotizar en un mercado alternativo bursátil. Con ello podríamos detectar las reticencias que tenían a priori y poder comentar la pertinencia de las mismas. Las opciones que se les facilitaban eran:

- Mi empresa es demasiado pequeña.
- No es relevante para su negocio.
- El proceso consume mucho tiempo.
- Las exigencias para entrar.
- Demasiado caro.

- Dilución de las acciones.
- Valoraciones del mercado muy bajas para PYMES.
- Ausencia/poca liquidez en el mercado.
- Examen previo del mercado.
- Dificultades para manejarse/ comprender el mercado.
- Pérdida del control sobre la empresa.

Por último, queríamos descubrir cuáles eran las posibles ventajas, y su grado de importancia, percibidas por las empresas por cotizar en un mercado alternativo bursátil. De igual forma que con las desventajas en el apartado anterior, conocer los puntos a favor que a priori tienen las empresas también era importante para conocer su actitud ante el nuevo mercado. En este caso las alternativas a valorar eran:

- Acceso a recursos financieros.
- Para adquirir empresas o participaciones.
- Mejoras en la imagen de la empresa.
- Oportunidades de expansión.
- Coste de los recursos.
- Ofrecer gratificaciones basadas en acciones a los trabajadores.
- Valoración objetiva de la empresa.
- Acceso a los mercados internacionales.
- No garantías requeridas.

5.2.4. Otras cuestiones relacionadas con la Dirección Financiera de la empresa

Por un lado, la encuesta también contemplaba una serie de preguntas sobre la estructura financiera de la empresa y en concreto preguntas acerca del grado de endeudamiento de la empresa, sobre los factores que considera a la hora de determinar el nivel apropiado de deuda de su empresa y su importancia, y sobre los factores que considera importantes o muy importantes a la hora de elegir entre deuda a corto plazo y deuda a largo plazo.

Por último, se incluían preguntas relativas a otros aspectos de la Dirección Financiera que podían ser significativos:

- Los métodos de valoración que utilizan para valorar sus proyectos de inversión.
- Si han sido sometidas a un proceso de valoración alguna vez.
- El método de valoración que han utilizado para estimar el valor de la empresa, en caso afirmativo del apartado anterior.

5.3. El Proceso de Realización de la Encuesta

La colaboración a las empresas seleccionadas se solicitó mediante carta enviada desde la Confederación de Empresarios de Andalucía, CEA, por correo ordinario y firmada por su Secretario General, D. Santiago Carrillo Alcalá. En dicha carta se les explicaba brevemente el objetivo del trabajo y se les señalaba la forma de poder colaborar con dicho estudio, esto es, contestando a una encuesta disponible al efecto a través de la red internet.

Para animarles a contestar se les garantizaba a las empresas la total confidencialidad de sus respuestas y se les aseguró que sólo se harían públicos los resultados de forma agregada. Además, se les prometió que les enviaríamos una copia de los resultados obtenidos.

La encuesta preparada para realizarse on-line a través del servicio OPINA de la Universidad de Sevilla fue puesta a disposición de los encuestados en la dirección <http://portalapps.us.es/opina/c/1728>.

Intentamos en todo momento elegir el mecanismo más cómodo y rápido para facilitar la tarea a las empresas a la hora de contestar dado que es sobradamente conocido el poco tiempo del que disponen sus directivos. El tiempo estimado que podía emplearse como media en la elaboración de la encuesta era aproximadamente de 15 minutos.

Además, se facilitaron dos teléfonos de contacto para que la empresa que lo necesitara pudiera ponerse en contacto con nosotros y resolver las dudas que le surgieran en la cumplimentación del formulario.

Una vez transcurrido el plazo marcado a los encuestados (15 días desde el envío de la carta), observamos que mediante este procedimiento no teníamos el índice de respuestas que considerábamos adecuado y procedimos a “recordar” la solicitud de colaboración enviando nuevamente la carta. Eso sí, esta vez por correo electrónico e insistiendo en la importancia de sus respuestas. En esta ocasión, en una gran mayoría de casos, se estableció una comunicación directa con el departamento financiero de dichas empresas.

De este contacto directo, podemos realizar la siguiente observación, relevante a la hora de extraer más adelante las posibles conclusiones del estudio: muchas de las empresas que figuran como andaluzas en la base de datos SABI pertenecen a grupos empresariales nacionales o internacionales cuya gestión se encuentra fuera de nuestra comunidad, subsistiendo en nuestro territorio exclusivamente la planta operativa.

De hecho, nos consta que muchas de las cartas enviadas no llegaron a buen fin dado que la dirección del domicilio social que figuraba en la base de datos SABI no corresponde al centro de gestión y fueron obviadas. Otras muchas llegaron al destino correcto pero al pertenecer a grupos internacionales los directivos que están al frente de las filiales aquí no se encontraban con autoridad suficiente para contestar la encuesta.

También es necesario señalar que durante todo el plazo de cuestación las circunstancias no fueron las más favorables: han sido meses que sólo mencionar la palabra Bolsa producía rechazo, incertidumbre,...en definitiva, no son buenos tiempos para la realización de encuestas sobre la problemática financiera de la empresa y sus posibilidades de innovar. Incluso la obtención de la financiación tradicional bancaria se ha convertido en misión imposible para muchas empresas.

Transcurrido un mes, en el que cada semana se le recordaba a las empresas por vía electrónica la solicitud de completar la encuesta, decidimos concluir con este periodo de obtención de datos porque habíamos alcanzado una tasa de retorno que nos pareció suficiente. Para determinarla tomamos como referencia otros trabajos similares realizados como el de Graham y Harvey (2001)¹¹.

5.4. Análisis de Resultados

En este apartado procedemos a comentar los resultados obtenidos para el total de las respuestas recibidas manteniendo para ello el esquema propuesto en el epígrafe 2.

I. Preguntas relativas a la financiación de la empresa

a) Tipos de financiación utilizados en su empresa

El gráfico 5.1. muestra el grado de importancia que las empresas otorgan a las diferentes fuentes financieras utilizadas por su empresa. Asimismo en la tabla 5.1. aparece la misma información clasificada por orden de importancia.

Destacan los préstamos a más de un año considerados como *Muy Importante* por un 67%. También llama la atención los proveedores a corto plazo considerados por la totalidad como *Importante* o *Muy Importante*.

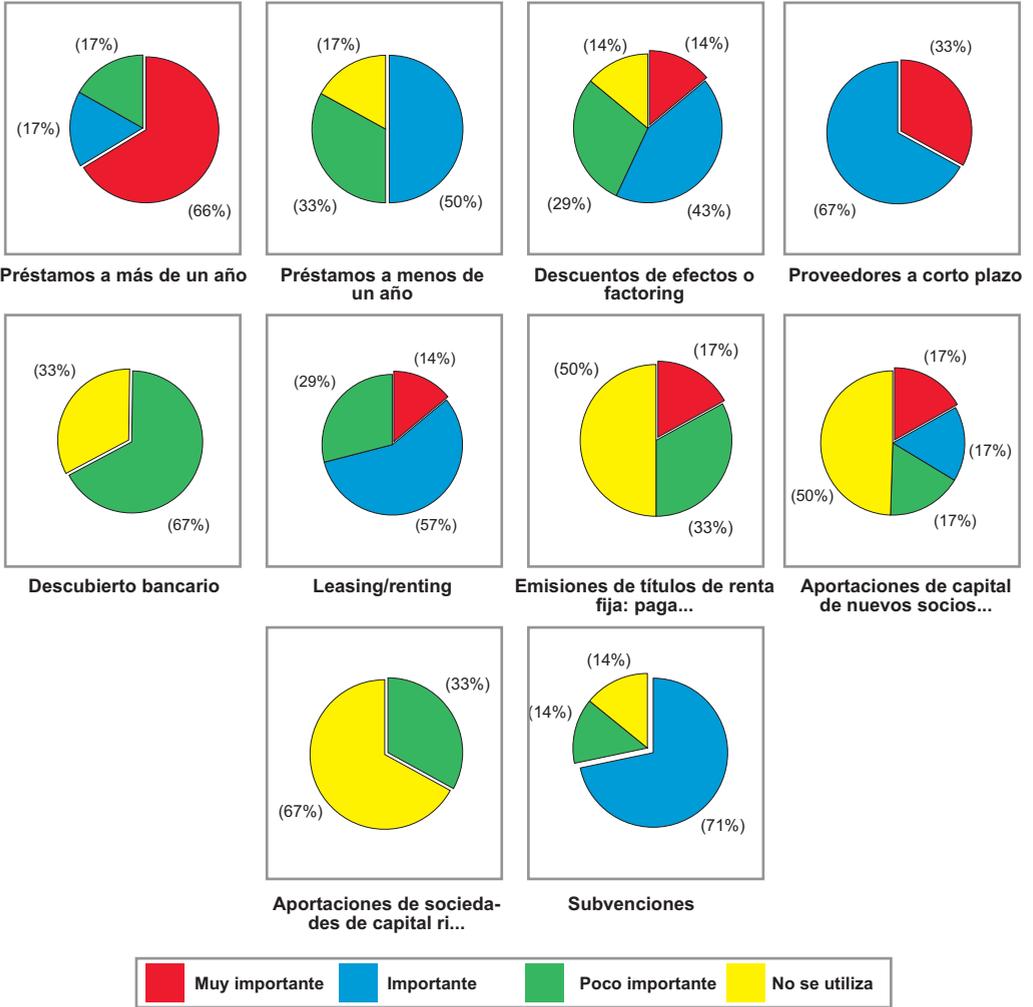
Sin embargo, el descubierto bancario no es nada relevante como fuente de financiación (el 33% no lo utiliza y los que sí lo hacen no lo tienen como financiación fundamental) al igual que las aportaciones de sociedades de capital riesgo (el 67% no lo utiliza y para el resto no es relevante).

Las emisiones de renta fija privada tampoco se utilizan ni son consideradas por la mayoría pero en este caso un 17% sí le concede la mayor importancia.

Por último, merece la pena mencionar que tanto el leasing/renting como las subvenciones son ampliamente utilizadas por las empresas encuestadas.

¹¹ J.R. Graham y C.R. Harvey (2001): "The theory and practise of corporative Financie: evidence from de field", *Journal of Financial Economics*, 60.

■ Gráfico 5.1.: Importancia de las diferentes fuentes financieras



Fuente: Elaboración Propia

■ **Tabla 5.1.: Fuentes financieras utilizadas por la empresa**

| Fuente Financiera | Importante o Muy Importante |
|---|-----------------------------|
| Proveedores a corto plazo | 100% |
| Préstamos a más de un año | 84% |
| Leasing/Renting | 71% |
| Subvenciones | 71% |
| Descuento efectos/Factoring | 57% |
| Préstamos a menos de un año | 51% |
| Aportaciones de capital de nuevos socios | 34% |
| Emisiones títulos renta fija: pagarés.. | 17% |
| Descubierto bancario | 0% |
| Aportaciones de sociedades capital riesgo | 0% |

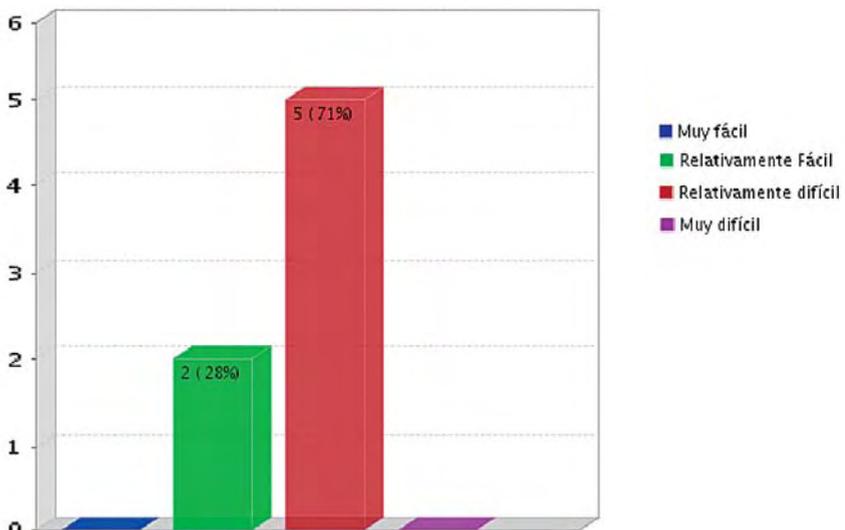
Fuente: Elaboración Propia

b) Dificultades a la hora de acceder a la financiación bancaria

Mayoritariamente manifestaron que el acceso a la financiación bancaria es relativamente difícil. Es destacable que tanto la opción *Muy fácil* como *Muy difícil* no fueron elegidas por ninguna de las empresas encuestadas.

En el gráfico 5.2. podemos observar el porcentaje obtenido en cada una de las alternativas posibles.

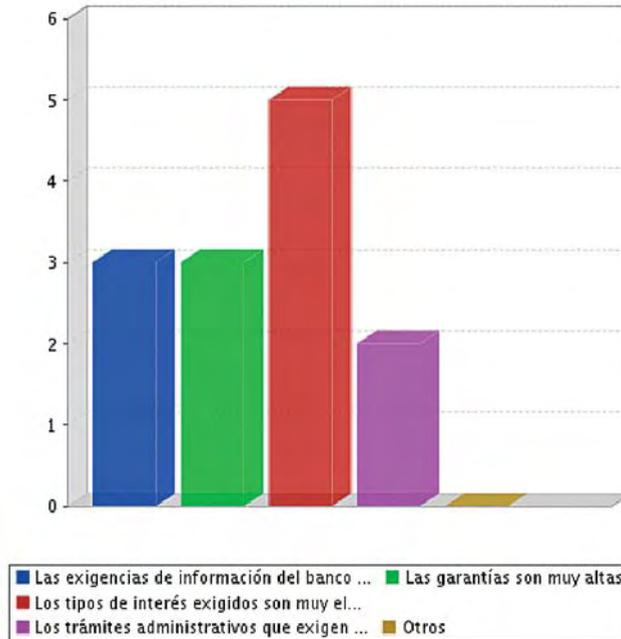
■ **Gráfico 5.2.: Dificultad en el acceso a la financiación bancaria**



Fuente: Elaboración Propia

En cuanto a los problemas principales derivados de la financiación bancaria, un 38% señaló los altos tipos de interés; con similar porcentaje mencionaron las garantías exigidas y la alta exigencia de información (23% en cada caso) y sólo un 12% se decantó por los elevados trámites administrativos que exige la financiación bancaria (ver gráfico 5.3.)

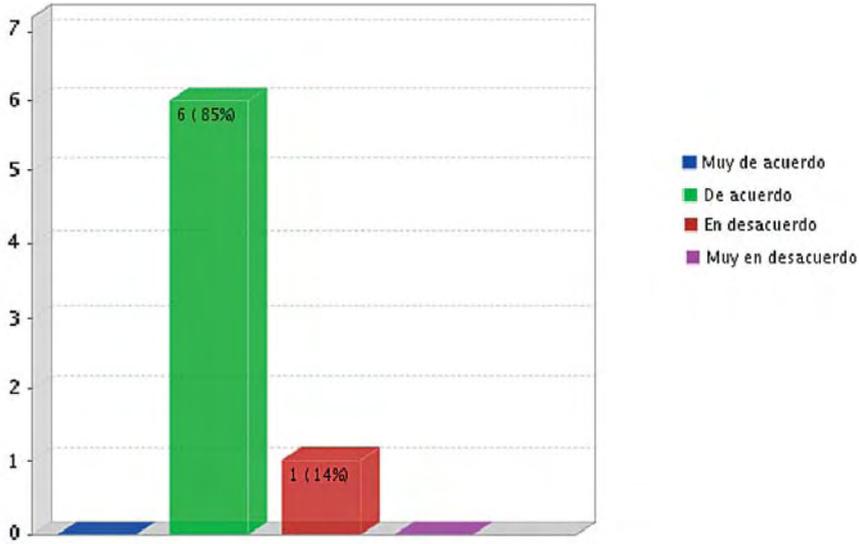
■ Gráfico 5.3.: Dificultad en el acceso a la financiación bancaria



Fuente: Elaboración Propia

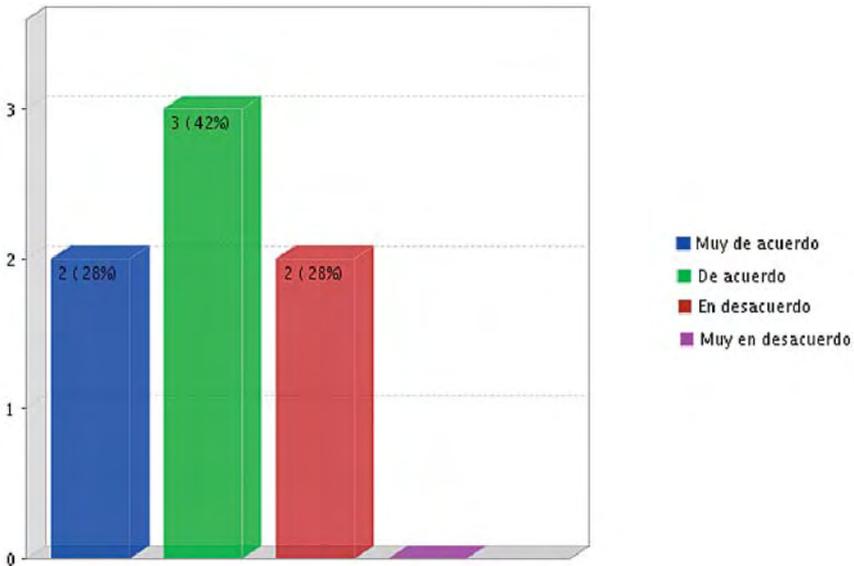
Por su parte, en los gráficos 5.4. y 5.5. se reflejan los resultados para las otras dos cuestiones relativas a la financiación bancaria. Como podemos observar, un 70% estuvieron *De acuerdo* o *Muy de acuerdo* a la hora de valorar la actitud de los bancos como contrarias al riesgo aunque un 85% manifestaron encontrar apoyo suficiente para sus necesidades financieras en las entidades con las que trabajan.

■ Gráfico 5.4.: Las entidades bancarias no quieren asumir riesgos



Fuente: Elaboración Propia

■ Gráfico 5.5.: Las entidades financieras con las que trabajan proporcionan apoyo suficiente

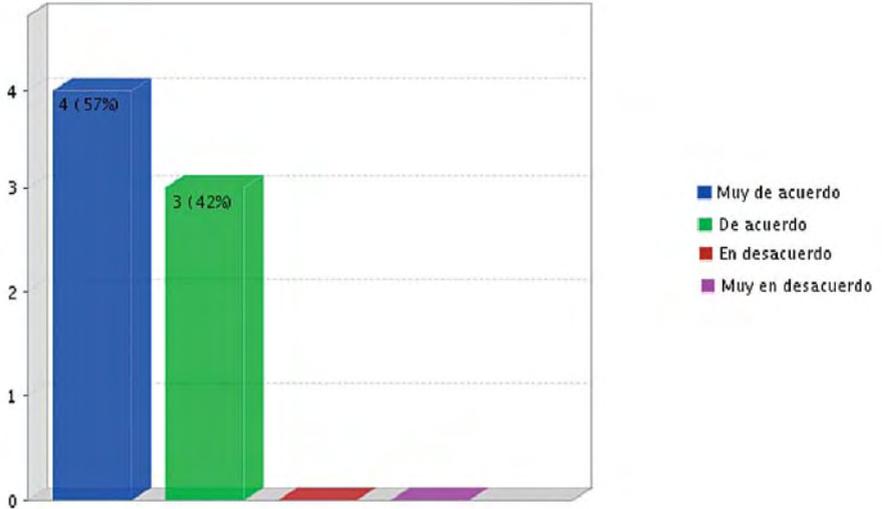


Fuente: Elaboración Propia

c) Futuros planes de inversión y financiaciones previstas

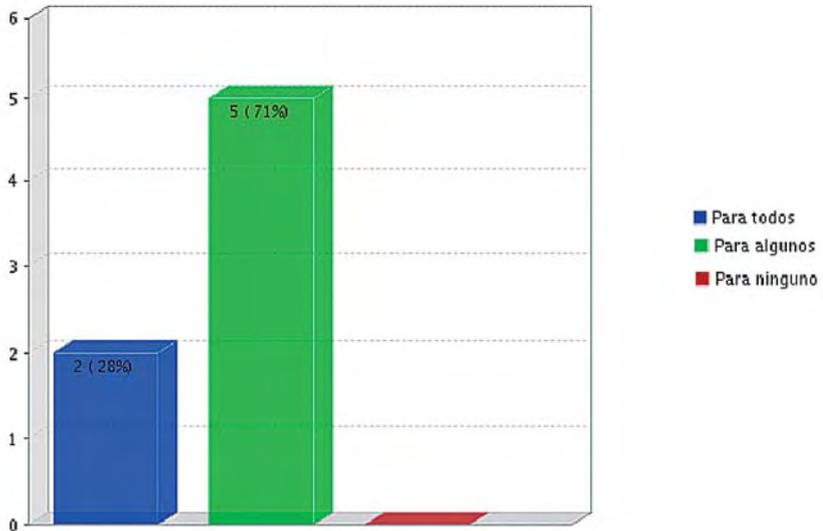
Prácticamente la totalidad no cuestiona la necesidad de la financiación bancaria en la financiación de los futuros planes de expansión. Respecto a éstos, sólo el 28% manifiesta tener suficientes recursos para todos los planes futuros y el 72% restante, que sólo para algunos (gráfico 5.6. y 5.7.)

■ Gráfico 5.6.: Necesidad de financiación bancaria para hacer frente a los planes de expansión



Fuente: Elaboración Propia

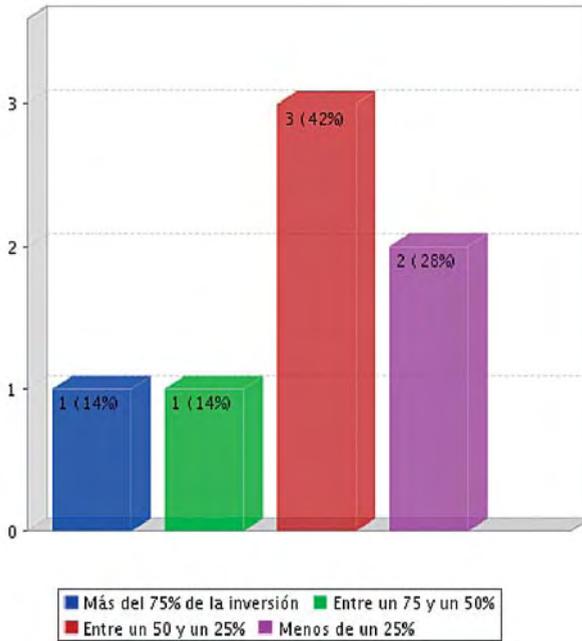
■ Gráfico 5.7.: Financiación disponible para los planes de expansión



Fuente: Elaboración Propia

Respecto a la utilización de fondos internos para llevar a cabo los proyectos empresariales (gráfico 5.8.), el porcentaje más señalado es “entre un 50% y un 25%”. La alternativa “menos de un 25%” fue elegida por el 28%, justo el porcentaje que suman las dos alternativas que involucran mayor proporción de recursos propios.

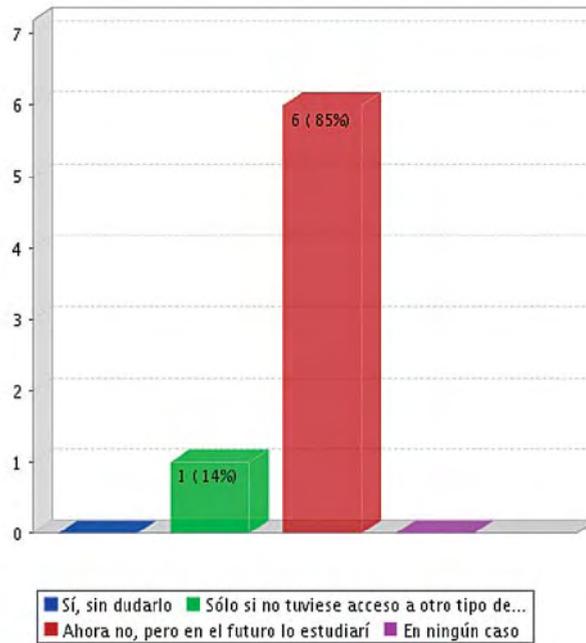
■ Gráfico 5.8.: Utilización de fondos internos en los planes de expansión



Fuente: Elaboración Propia

La opción de acudir al capital riesgo como vía de financiación (gráfico 5.9) sólo es rechazada completamente por el 14% del total frente al 85% que lo descarta en la actualidad si bien se lo plantea como una posibilidad a considerar en el futuro. Los dos extremos son obviados por las empresas encuestadas.

■ Gráfico 5.9.: Actitud ante el capital riesgo

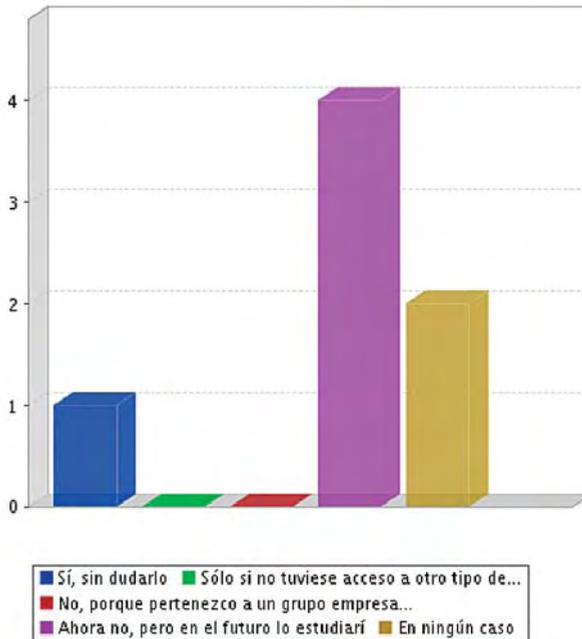


Fuente: Elaboración Propia

Los mercados bursátiles son rechazados en mayor medida: un 28% no lo considera en ningún caso. La opción “Actualmente no, pero lo estudiaría en el futuro” representa en este caso el 57% del total.

No hay empresas que se decanten por la opción de acudir a ellos sólo en caso de no poder acudir a otra fuente financiera ni tampoco hay empresas que lo rechacen por pertenecer a grupos empresariales que ya coticen. En este sentido, durante el proceso de encuestación pudimos evidenciar que las entidades que se encontraban en esta circunstancia se mostraron reacias a participar, bien por no considerarse dentro del estudio, bien porque el centro de gestión no estaba en nuestra comunidad. En el gráfico 5.10 ilustra los resultados obtenidos.

■ Gráfico 5.10.: Actitud ante la financiación bursátil



Fuente: Elaboración Propia

2. Preguntas específicas acerca del Mercado Alternativo Bursátil español

En este apartado analizamos los resultados obtenidos para las preguntas específicas acerca del Mercado Alternativo español.

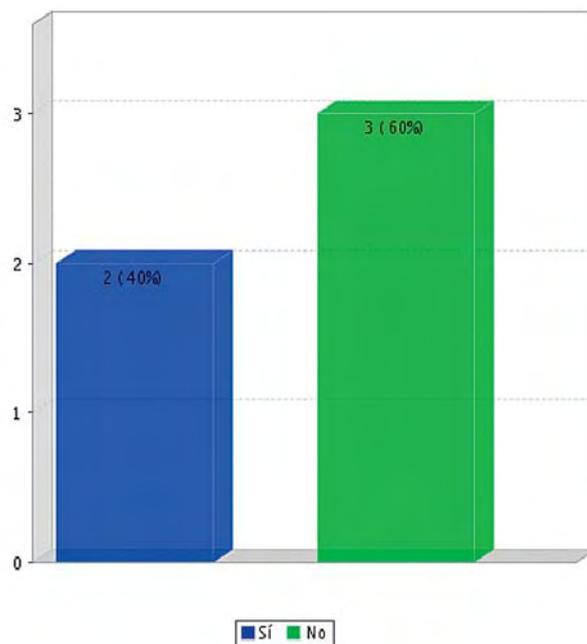
El nuevo mercado es conocido por el 40% del total (gráfico 5.11). Además de este dato, queremos conocer la importancia de las posibles barreras percibidas para cotizar en un mercado bursátil. Los resultados obtenidos son los que exponemos a continuación.

Las desventajas más acusadas son las tres siguientes: la posibilidad de perder el control de la compañía, la dificultad de manejarse o comprender este mercado y la necesidad de un estudio previo.

Sin embargo, no consideran que el tamaño de su empresa no sea el adecuado ni tampoco que no sea relevante para su negocio; pero aducen el coste como una de las cuestiones de importancia.

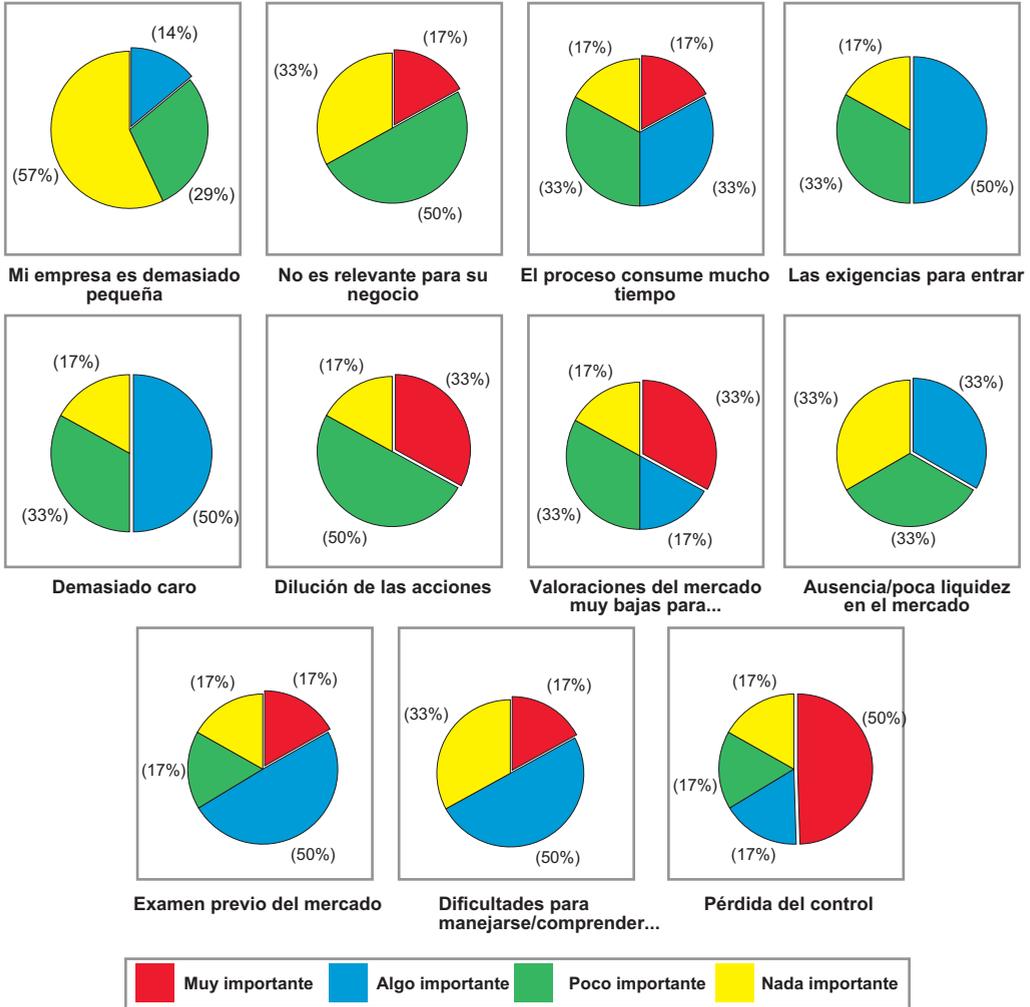
Por último, también las exigencias para entrar son consideradas por la mitad de las empresas como importantes barreras de entrada.

■ Gráfico 5.11.: Conocimiento del MAB



Fuente: Elaboración Propia

■ Gráfico 5.12.: Barreras de entrada a los mercados bursátiles



Fuente: Elaboración Propia

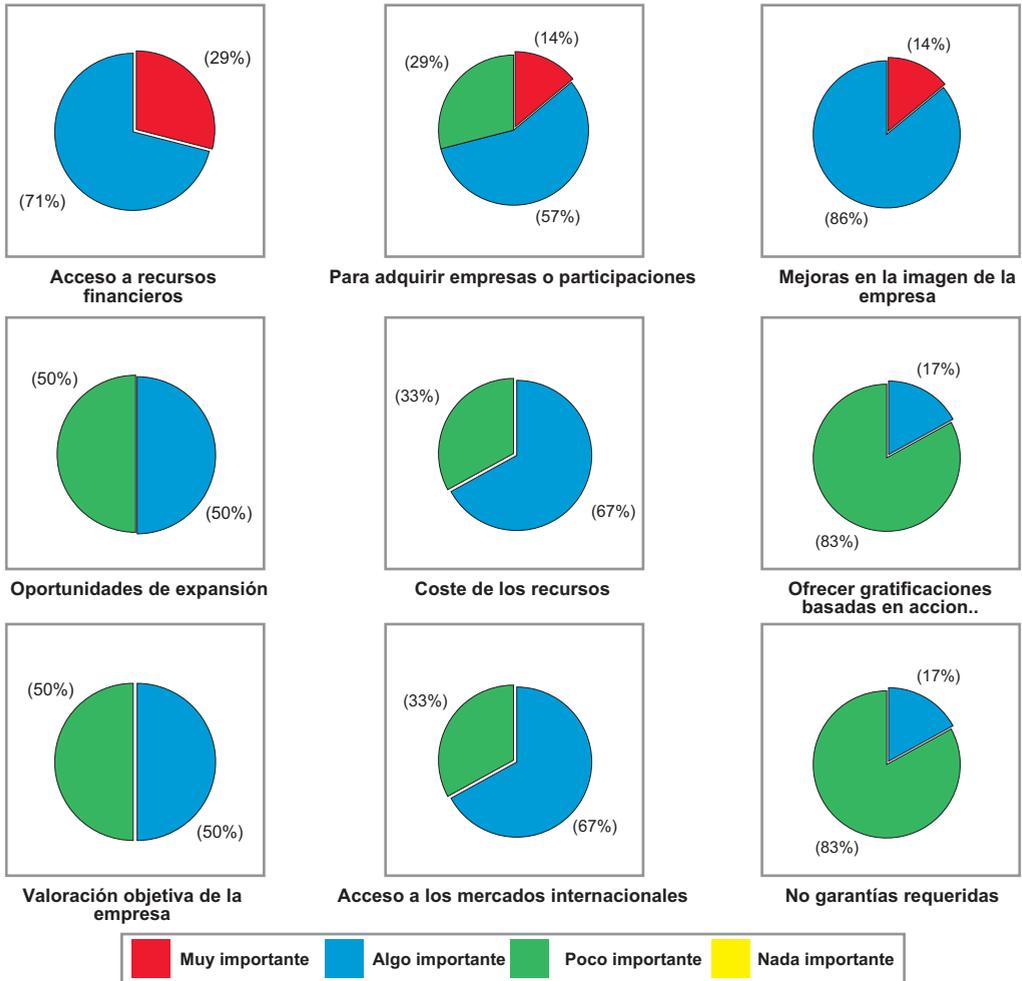
En cuanto a las ventajas que puede suponer cotizar que han sido señaladas por las empresas se pueden destacar las siguientes:

- Ninguna de las opciones son rechazadas, a todas se les concede cierto grado de importancia.
- El que no se requieran garantías no es la razón más valorada. Tampoco el que puedan establecerse para los trabajadores de las mismas retribuciones basadas en acciones.
- Tanto el hecho de que la empresa que acceda a la cotización pueda ser valorada de una forma objetiva como que le permita tener oportunidades de expansión son consideradas *Importantes* y *Poco Importantes* a partes iguales.

- El poder acceder a los mercados internacionales y el menor coste de esta vía de financiación, en un 67% fueron señalados como importantes.
- Todas las empresas consideraron que el poder acceder a los recursos financieros y que pueda suponer mejoras en la imagen de la empresa son dos ventajas importantes (71% y 86%, respectivamente) o muy importantes (29% y 14%, respectivamente).

Todos los comentarios anteriores se ilustran en el gráfico 5.13.

■ Gráfico 5.13.:Ventajas de acceder a la cotización bursátil



Fuente: Elaboración Propia

Una vez analizados los resultados obtenidos en nuestro estudio, vamos a comparar éstos con los obtenidos por la empresa Grant Thornton que realizó en 2002 una encuesta a PYMES

européas para obtener los motivos por los cuales ellas elegirían cotizar o no en un mercado bursátil.

Primero nos centraremos en identificar las principales barreras percibidas para cotizar en los mercados y comparamos los resultados de ambos estudios (tabla 5.2).

■ **Tabla 5.2.: Barreras para cotizar en un mercado alternativo bursátil**

| Razones* | E. Medianas (%) | PYMES (%) | Estudio MAB |
|---|-----------------|-----------|-------------|
| Empresa es demasiado pequeña | 43 | 46 | 14 |
| No es relevante para su negocio | 37 | 43 | 17 |
| El proceso consume mucho tiempo | 20 | 11 | 50 |
| Las exigencias para entrar | 14 | 11 | 50 |
| Demasiado caro | 14 | 9 | 50 |
| Dilución de las acciones | 15 | 8 | 33 |
| Las valoraciones del mercado son demasiado bajas para las PYMES | 10 | 6 | 50 |
| Ausencia/poca de liquidez en el mercado | 9 | 5 | 33 |
| Examen previo del mercado | 4 | 2 | 67 |
| Dificultades para manejarse/ comprender el mercado | 1 | 1 | 67 |
| Ninguna | 3 | 3 | 0 |

* A cada entrevistado se le pedía que identificara las tres barreras más importantes. En nuestro estudio señalamos el porcentaje de empresas que ha considerado dicha razón como Importante o Muy Importante

Fuente: Grant Thornton European Business Survey 2002, y elaboración propia.

Como podemos ver, los dos inconvenientes o barreras de entradas percibidos como más importantes en el estudio europeo en 2002, esto es, que la empresa sea demasiado pequeña o que no sea una opción relevante para su empresa, son los menos considerados por los empresarios andaluces; la explicación de ello podemos encontrarla en la mayor información y formación financiera de la que se dispone hoy en día y porque se han creado mercados específicos para PYMES en los que el tamaño obviamente no es un problema.

En cuanto a las dos barreras menos señaladas a nivel europeo, examen previo del mercado y dificultades para manejarse o comprender el mercado son, a su vez, las dos de mayor relevancia en el ámbito andaluz. Uniendo este dato al señalado en el párrafo anterior, podemos aventurar que es posible que en la actualidad las empresas de tamaño reducido se consideran aptas para acceder a estos mercados pero todavía existen reticencias a las condiciones y exigencias necesarias para operar en bolsa.

En segundo lugar, en el citado estudio también preguntaron a las empresas sobre los beneficios percibidos de cotizar en un mercado de valores y obtuvieron los siguientes resultados, que comparamos con los obtenidos en el nuestro.

■ **Tabla 5.3.: Beneficios ligados a cotizar en un mercado de valores**

| Razones* | E. Medianas (%) | PYMES (%) | Estudio MAB % |
|--|-----------------|-----------|---------------|
| Acceso a recursos financieros | 40 | 28 | 100 |
| Posibilidad de hacer adquisiciones de empresas y adquirir participaciones en el capital social | 24 | 14 | 71 |
| Mejoras en la imagen de la empresa | 20 | 15 | 100 |
| Oportunidades de expansión | 12 | 8 | 50 |
| Coste de los recursos | 10 | 6 | 67 |
| Posibilidad de ofrecer gratificaciones basadas en acciones a los trabajadores | 8 | 7 | 17 |
| No garantías requeridas | 3 | 3 | 17 |
| Ninguno | 11 | 13 | 0 |

* A cada entrevistado se le pedía que identificara los tres beneficios más importantes. En nuestro estudio señalamos el porcentaje de empresas que ha considerado dicha razón como Importante o Muy Importante

Fuente: Grant Thornton European Business Survey 2002, y elaboración propia.

Según la tabla anterior, en las ventajas sí encontramos coincidencias entre ambos; las tres ventajas más representativas a nivel europeo: acceso a recursos financieros, posibilidad de hacer adquisiciones de empresas y adquirir participaciones en el capital social y mejoras en la imagen de la empresa fueron también las más destacadas por los empresarios andaluces. Paralelamente, ambos estudios coinciden a la hora de puntuar las dos ventajas menos relevantes.

5.3. Otras cuestiones relativas a la Dirección Financiera de la empresa

Las otras cuestiones sobre las que se interrogaba a las empresas de la muestra iban encaminadas a conocer cómo adoptaban las distintas decisiones financieras en la práctica, poniéndose de manifiesto con ellas el mayor o menor grado de profesionalización en los temas financieros. Presentamos los resultados obtenidos de forma resumida a continuación:

- Respecto al endeudamiento, las empresas declaran tener un ratio fijo o ratio óptimo deuda/capitales propios (33%) o con variaciones alrededor del mismo (67%). Ninguna manifiesta carecer de referencia en este aspecto o tenerla muy flexible.

- Los factores más importantes que consideran a la hora de determinar el nivel apropiado de deuda de la empresa son el ahorro fiscal asociado a los intereses de la deuda y mantener el ratio de endeudamiento prefijado.
- La elección entre deuda a largo o deuda a corto está determinado por un factor fundamental en el 50% del total: vincular los plazos de la deuda a la vida de los activos. Moverse entre una u otra dependiendo del coste coyuntural de cada tipo es el segundo factor más señalado con el 20%.
- El TIR es el método de valoración más utilizado seguido por el Plazo de Recuperación y el Valor Capital; la tasa de rentabilidad contable casi nunca se emplea y en cuanto al análisis de sensibilidad u opciones reales, los resultados son más dispersos.
- El 50% del total ha sido sometido alguna vez a un proceso de valoración obedeciendo a diferentes motivos como a necesidades de financiación y por motivos legales.
- El método de valoración que se utilizó en los casos en que se requirió fue mayoritariamente el modelo de descuento de flujos.

6

Consideraciones Finales

6. Consideraciones Finales

Llegado el momento de la recapitulación, exponemos las conclusiones que hemos alcanzado en este trabajo de investigación. Podemos distinguir dos partes bien diferenciadas en su desarrollo: *Mercados Alternativos* puede ser lo definitorio en la primera, *Andalucía y el Mercado Alternativo* lo central en la segunda.

En la primera parte de este trabajo hemos intentado dar respuestas a numerosos interrogantes que fundamentalmente hemos aglutinado en tres grupos diferentes, desarrollados sucesivamente a lo largo de los tres primeros capítulos:

- ¿Qué son los mercados financieros bursátiles alternativos *en general?*, ¿para qué sirven?, ¿qué beneficios y exigencias se derivan de su existencia para las empresas y para la economía global?...
- ¿Cómo va a funcionar *el nuestro*, el mercado alternativo bursátil español?, ¿qué empresas van a poder participar?, ¿qué figuras o agentes van intervenir?...
- ¿Cómo son y qué resultados vienen obteniendo *otros mercados alternativos similares* en Europa, ya que ellos llevan tras de sí una serie de años de experiencia?

La respuesta al primer grupo de preguntas se encuentra en la particular *problemática financiera* de las PYMES. Éstas necesitan recursos a largo plazo para poder desarrollarse en un entorno cada vez más competitivo. Tradicionalmente las PYMES han obtenido su financiación externa a través de las entidades financieras, lo que implica someterse a las condiciones que les imponen estas instituciones y las hace muy vulnerables cuando surgen problemas de liquidez y de solvencia. Además, ésta resulta claramente insuficiente y muy cara cuando las empresas inician la actividad, quieren emprender ambiciosos proyectos de expansión o se encuentran en sectores de innovación. Por ello, en estas situaciones puede ser una buena alternativa recurrir directamente a los mercados bursátiles para obtener financiación.

Para que la financiación vía mercados se convierta en una opción real es necesario que se creen mercados especialmente enfocados a PYMES, con una regulación sencilla y unos costes y procesos adaptados a sus peculiaridades, puesto que los primeros mercados son demasiado rígidos y caros para empresas de tamaño reducido.

Para las PYMES siguen siendo válidas las razones que tradicionalmente se han esgrimido sobre las ventajas que supone la posibilidad de acceso a la financiación bursátil: obtener capitales permanentes a coste de mercado, mantener una adecuada relación entre recursos propios y ajenos, disponer de una valoración objetiva de los títulos de la empresa, aumentar la proyección externa de los títulos de la empresa, mejorar la transparencia, etc. No obstante,

también es cierto que las empresas tendrán que aceptar la disciplina que implica cotizar con las exigencias que ello conlleva en términos de información, mayor escrutinio público de la compañía, etc.

La creación de un mercado alternativo bursátil, además de las ventajas señaladas para las PYME, generan otra serie de ventajas colaterales. Así, los inversores contarán con una mayor gama de productos donde invertir y diversificar sus riesgos; las entidades de capital riesgo podrán liquidar y rentabilizar más fácilmente sus participaciones, y contarán con más oportunidades de inversión. De forma adicional, todos ellos se moverán en unas condiciones de seguridad y liquidez aceptables.

Por último, estos mercados alternativos proporcionan a la economía en general los mismos beneficios que cualquier mercado bursátil. En este sentido, hay un cierto consenso sobre los efectos positivos que tiene la existencia de un mercado de valores específico para las PYMES sobre el crecimiento económico del país. A largo plazo parece existir una relación positiva entre el grado de desarrollo de los mercados de valores y el crecimiento económico, de manera que el mayor desarrollo que alcancen tales mercados repercutirá positivamente en el tejido empresarial y en sus posibilidades de expansión.

Si aunamos estas razones a favor de la creación de un mercado de este tipo al hecho de que una parte muy importante del tejido empresarial español, al igual que el andaluz, están constituidos por empresas de tamaño medio y pequeño (PYMES), la creación de mercados alternativos bursátiles, como es el MAB español, debería ser positivo para España, en general, y Andalucía, en particular.

Para responder al segundo grupo de interrogantes nos hemos centrado en el MAB, *nuestro mercado alternativo*, promovido por Bolsas y Mercados Españoles, S.A., bajo la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Una serie de circulares regulan dicho mercado y ayudan a contestar a todas las cuestiones relativas de su funcionamiento.

¿Qué empresas van a poder participar en él? Este es un mercado abierto hacia casi cualquier sociedad anónima dado que los requisitos de entrada que se exigen son muy escasos. Si bien es cierto que en la normativa figuran una serie de requisitos, con ellos no se persigue limitar o dificultar la entrada a las empresas sino que su objetivo fundamental es el de proteger a los nuevos accionistas que irán entrando en la compañía.

Otra nota importante que conviene resaltar de la normativa se refiere a la exigencia de información. Esta ha tratado de garantizar la mayor transparencia para que los inversores tengan a su disposición toda la información razonable para adoptar con conocimiento de causa sus decisiones de compra o venta de acciones, pero a la par ha tenido presente el principio de simplicidad necesario en este segmento correspondiente a entidades de reducida capitalización.

El éxito de este Mercado se ha fundamentado en dos piezas claves porque con ellas se intentan superar fallos fundamentales que invalidaron los otros intentos anteriores de mercados para PYMES: tutoría y liquidez, esto es, la necesidad que tienen las empresas interesadas en participar en él de contar con un asesor especializado o Asesor Registrado, por una parte, y la de suscribir con un intermediario financiero o Proveedor de Liquidez, un contrato de liquidez, por otra.

¿Por qué la figura de Asesor Registrado? Por un doble motivo: facilitar la inversión, los inversores requieren información comprensible y adecuada; y asesorar a las empresas, para poder desenvolverse en este mercado tanto en la fase previa como cuando ya está cotizando en el mismo.

¿Por qué la figura del Proveedor de liquidez? El contrato de liquidez persigue unos objetivos fundamentales para el buen funcionamiento de la negociación, esto es, favorecer la liquidez de las transacciones, conseguir una suficiente frecuencia de contratación y reducir las variaciones en el precio cuya causa no sea la propia tendencia del mercado. Esta figura ya existe en los mercados oficiales de negociación, pero no de forma obligatoria.

Por último, una cuestión que influye en el correcto funcionamiento de cualquier mercado es el coste asociado al mismo. En este sentido, el MAB ha querido ajustar los desembolsos requeridos a este tipo de empresas, siendo menores a los que se contemplan en el primer mercado bursátil. No obstante, en el coste global para las empresas también entran a formar parte los honorarios que hay que satisfacer a los Asesores Registrados y el coste de mantener un Proveedor de Liquidez, siendo ambas figuras obligatorias. Estos costes se derivarán de los acuerdos privados que contraten ambas partes y, por tanto, todavía no tenemos referentes para poder realizar un cálculo global de lo que supone la presencia en este mercado bursátil.

En definitiva, el MAB con esta nueva normativa ha intentado subsanar todos los inconvenientes y rigideces que se habían puesto de manifiesto en las anteriores tentativas de segundos mercados que operan en España. En definitiva, nos encontramos con una mejor regulación por lo que no será éste el motivo que haga fracasar este nuevo mercado.

Para responder al tercer grupo de interrogantes, hemos de tener presente que el MAB español es un mercado en gran medida *copiado* de otros dos, el AIM inglés y el Alternext francés, que ya están en funcionamiento desde hace algunos años. Estos nuevos interrogantes pretenden mirar *allí* lo que puede pasar en los próximos años *aquí*. Al analizar las normativas de estos mercados las hemos encontrado muy similares a la nuestra, tal y como era de esperar ya que los promotores no ocultan en ningún momento que han sido nuestros modelos de referencia. Alguna diferencia notable que hemos de hacer notar es respecto a las ventajas fiscales que se contemplan en estos mercados europeos y que aún no se han regulado en España. Nos consta que desde el MAB se están realizando contactos con las administraciones públicas para iniciar

acciones en este sentido. También algunas comunidades autónomas, no es el caso de la Junta de Andalucía, se están interesando por este aspecto.

Pero, sobre todo, en estos mercados alternativos europeos afines hemos buscado *cifras* para intentar determinar el grado de éxito que están teniendo porque al mirarnos en ellas podemos aventurar cuál será la evolución previsible del nuestro.

Los datos nos muestran como estos mercados son una fuente de financiación para numerosas PYMES que desean crecer y acometer nuevos proyectos de inversión. En concreto, han sido unas 3.000 empresas las que han formado parte del mercado AIM inglés desde su nacimiento, en junio de 1995, consiguiendo capital en las emisiones realizadas por más de 55.000 millones de libras esterlinas. De igual forma, 122 compañías cotizaban en Alternext que lleva funcionando desde mayo de 2005; el capital que han conseguido ha sido superior a los 1.000 millones de euros. Estos datos nos dan una idea del potencial de estos mercados a la hora de conseguir financiación y facilitar la realización de nuevos proyectos de expansión.

El crecimiento medio de estos mercados en sus tres primeros años de funcionamiento fue superior al 60%. Por ejemplo, el AIM pasó de 10 a 252 empresas y el Alternext, de 20 a 122 empresas. En principio ésta sería la evolución previsible del nuevo mercado español.

Otro dato de interés es la capitalización bursátil alcanzada. Así, la capitalización de las empresas del AIM inglés superaba en junio de 2008 los 90.000 millones de libras, mientras que las que formaban parte Alternext alcanzaban los 5.300 millones de euros a mediados de abril de 2008. Dichas cifras evidencian la importancia cada vez mayor de estos mercados sobre la economía de un país.

El perfil de las empresas que han recurrido a estos mercados es muy variado. Desde el punto de vista sectorial, abarcan todas las actividades económicas. Si nos atenemos al ciclo de vida, también se pueden encontrar empresas en sus distintas fases, desde empresas en su etapa inicial o creadas a partir de capital riesgo hasta empresas ya establecidas pero que desean expandirse. Todo ello nos indica que cualquier empresa perteneciente a cualquier sector o en cualquier fase de su ciclo de vida que desee expandirse tendría cabida en el MAB.

Con relación a la procedencia de las empresas que cotizan en estos mercados, la mayoría son del país de origen del mismo, aunque tenemos que señalar la creciente importancia de empresas de otros países: en el mercado AIM cotizan unas 500 empresas procedentes de más de 25 países de todo el mundo. Este hecho también nos hace pensar que algunas empresas extranjeras, sobre todo latinoamericanas, podrían cotizar en el MAB, como ocurre en el primer mercado bursátil con el segmento Latibex.

Los datos analizados de los mercados europeos afines al nuestro que cuentan con años de experiencia nos permiten ser optimistas en cuanto a la evolución del

MAB español. También es cierto que la convivencia de varios mercados para PYMES europeos va a obligar a que las empresas que decidan usar tales servicios deban estudiar de manera concienzuda qué mercado les interesa más según sus planes de expansión e internacionalización, sector en el que operan, moneda en la que quieren cotizar, etc. No obstante, en estos mercados el factor local y la proximidad suelen ser muy importantes.

En la segunda parte del trabajo nos centramos en *Andalucía y el Mercado Alternativo*, recorriendo el camino también sucesivamente en dos tramos, expuestos en los capítulos cuarto y quinto:

- ¿Con qué *contamos*, cuáles serían las empresas andaluzas posibles *usuarias* de un mercado alternativo bursátil?, ¿qué caracteriza en términos económicos-financieros a dichas empresas?
- ¿Qué *dicen* ellas, las empresas destinatarias de este mercado?, ¿qué opinan, qué beneficios esperan, qué inconvenientes sospechan?

En nuestro estudio, hemos identificado 289 empresas andaluzas con opciones para cotizar en el MAB.

En dicho grupo, las empresas medianas presentan mayor peso, con un 49%, mientras las pequeñas y las grandes tan solo aportan el 29% y el 22%, respectivamente, como era previsible. Tamaño y riesgo están inversamente relacionados y por tanto, podemos decir que en términos generales las empresas medianas y grandes son las mejores posicionadas para entrar en dicho mercado.

Si analizamos los sectores, el sector servicios y el industrial con un 51,5% y un 30,5%, respectivamente, son los que pueden aportar más empresas al MAB.

Si analizamos la muestra distribuida por provincias comprobamos como Sevilla y Málaga con un 34,60% y un 20,07%, respectivamente, son las que más empresas pueden aportar al MAB. Las empresas de Cádiz juegan un papel intermedio con un 13,15%. Por último, las empresas de Córdoba, Granada, Almería, Huelva y Jaén tienen un papel más residual con un 9%, 7,96%, 5,88%, 4,84% y 4,50%, respectivamente.

Una vez identificadas las empresas, han sido analizadas desde el punto de vista de la estructura económica y podemos concluir que desde el lado del activo fijo no hay diferencias significativas en función del tamaño; sin embargo, según el circulante las empresas grandes y medianas están mejor posicionadas, con una estructura económica más sólida, menor riesgo y más facilidad de acceder al MAB. Según la estructura financiera, conforme aumenta el tamaño se incrementa el nivel de endeudamiento. Es destacable también que todas las empresas superan los fondos propios de 6 millones de euros que los expertos consideran mínimos para empezar a plantearse la conveniencia de cotizar en estos mercados.

Finalmente, al conectar rentabilidad de activo y tamaño empresarial no hemos encontrado diferencias significativas. Desde el lado de la rentabilidad financiera, las empresas grandes son las más rentables. Al comparar el endeudamiento con la rentabilidad financiera vemos como se cumple el efecto apalancamiento, donde las más rentables son las de mayor nivel de endeudamiento y las más arriesgadas.

Para concluir, tenemos que aclarar que los resultados aquí obtenidos nos ofrecen una idea sobre la situación media de las empresas en función del tamaño. Sin embargo, debido al alto nivel de variabilidad la conveniencia o no de la entrada de una empresa en el mercado habría que realizarlo individualmente y teniendo en cuenta los planes de expansión futuros de las empresas, básicos para justificar la entrada en el MAB.

Esta visión poliédrica del MAB no sería completa si no tuviéramos en cuenta la opinión de las empresas andaluzas sobre el mismo. Con este fin se realizó una encuesta dirigida al grupo de empresas andaluzas seleccionadas.

Empezamos directamente señalando el desconocimiento mayoritario que tienen las empresas andaluzas de este nuevo mercado, que no de los mercados bursátiles en general. Sin embargo, es importante subrayar que también de forma mayoritaria no lo descartan como vía de financiación para un futuro. No obstante lo anterior, es cierto que estas empresas preferirían en mayor medida la alternativa de acudir al capital riesgo que a los mercados bursátiles en el supuesto de necesitar recursos financieros adicionales.

Si nos ceñimos de lo que disponen en la actualidad, la distribución de las fuentes financieras que han presentado no ha supuesto ninguna sorpresa frente a lo esperado, predominando la financiación ajena en sus distintas variantes. También era previsible que declarasen que los bancos son adversos al riesgo pero que, a pesar de ello, consiguen la financiación que necesitan de los mismos; la explicación estaría en la aportación necesaria de las suficientes garantías personales y reales.

Respecto a los planes futuros de expansión, manifiestan tener ciertas necesidades financieras para cubrirlos en su totalidad y es destacable el que en ellos involucren una alta proporción de recursos propios. Estas inversiones de expansión son la principal causa por la que pueden decidirse a dar el salto a la cotización bursátil. En este sentido, no observamos una necesidad acuñante de recursos y estimamos que la decisión, si se produce, deberá estar motivada de forma paralela por otros factores adicionales.

Los inconvenientes que han manifestado para cotizar en un mercado alternativo bursátil son los más clásicos: la posibilidad de perder el control de la compañía, la dificultad de manejarse y comprender y la necesidad de un estudio previo. De la comparativa con una encuesta similar en el ámbito europeo de hace unos años, podemos aventurar que es posible que en la actualidad las empresas de tamaño reducido se consideran aptas para acceder a estos mercados, pero todavía existen reticencias a todo aquello que significa cotizar en bolsa.

Otro de los inconvenientes señalados por las empresas encuestadas es el coste de cotizar en este mercado, tanto iniciales o de entrada como los posteriores de mantenimiento. En este sentido, el MAB ha querido alinear estos desembolsos a los establecidos en los otros mercados alternativos europeos.

Hemos querido percibir una actitud favorable en cuanto que todas las ventajas propuestas como posibles han sido consideradas en mayor o menor medida. Es significativo que algunas de las ventajas más señaladas hayan sido precisamente la posibilidad de que con ello se solventen las necesidades financieras que se suscitan por los planes de expansión y el poder abordar estrategias empresariales de crecimiento que se hacen difíciles sin cotizar en bolsa. Adicionalmente, la presencia en los mercados también es considerada por las encuestadas como una forma de mejorar la imagen de la empresa y de reducir el coste de los recursos financieros.

En nuestro estudio, hemos identificado 289 empresas andaluzas con opciones para cotizar en el MAB y según la encuesta realizada las empresas andaluzas que en muy corto plazo podrían incorporarse a este mercado no se muestran reacias a ello si bien persisten reticencias hacia esta vía de financiación novedosa para ellas.

En definitiva, podemos afirmar que la creación del Mercado Alternativo Bursátil para empresas de reducida capitalización que se encuentran en fase de expansión va a suponer una oportunidad para Andalucía. No obstante, el momento bursátil y económico actual no es el más propicio; tendremos que esperar un tiempo para que este mercado pueda despegar y podamos apreciar las bondades del mismo para la economía española en general y la andaluza en particular.

7

Bibliografía

7. Bibliografía

- Bolsa de Madrid (2008): Asesores registrados: los pilotos del MAB. *Revista de Bolsa*, Julio, pp. 32-4
- Bolsa de Madrid (2008): Un mercado a la medida para las empresas en expansión. *Revista de Bolsa*, Mayo, pp. 13-21
- Crespo, J., y García, A. (2007): "Empresas españolas con potencial de cotización en los mercados", *Revista de Bolsa*, Mayo, pp. 22-27.
- Fernández, M.; Cuello, G. y Soler, M. (2001): "PYME y bolsa", *Papeles de Economía Española*, nº 89/90, pp. 187-212.
- J.R. Graham y C.R. Harvey (2001): "The theory and practise of corporative Finance: evidence from de field", *Journal of Financial Economics*, 60
- Koning, A.C.P. y Snijders, J.A.H. (1991): Policy on Small and medium-sized enterprises in countries of the European Community. Research Institute for Small and Medium-Sized Business, Zostermeer.
- MAB (2008): Circular nº1. Madrid
- MAB (2008): Circular nº2. Madrid
- MAB (2008): Circular nº3. Madrid
- MAB (2008): Circular nº4. Madrid
- MAB (2008): Circular nº5. Madrid
- Martín Marín, J.L. y Trujillo Ponce, A. (2004): *Manual de Mercados Financieros*, Madrid, Thomson
- Martínez Cerezo, R. (1989): "El Segundo Mercado". Ed. Gestión 2000. Barcelona.
- Pérez García-Villoslada, P (2008): "Antevenio, primera Pyme española que cotiza en la bolsa de París, *Estrategia Financiera*, nº 251, junio. Madrid
- Pérez García-Villoslada, P. (2008): "Antevenio, primera PYME española que cotiza en la Bolsa de París", *Estrategia financiera*, nº 251, pp. 58-63.
- Sacristán Navarro, M. (2001). "Análisis de los factores determinantes de la salida a bolsa de la empresa familiar: una aplicación a la PYME", *Papeles de Economía Española*, nº 89/90, pp. 213-229.
- Sánchez Fernández de Valderrama, J.L. (2001): *Curso de Bolsa y mercados financieros*, Ariel, Bar-

celona

Sánchez Galán, J.R. (2008): "El Mercado Alternativo Bursátil (MAB): el mercado de PYMES", *Estrategia financiera*, nº 251, pp. 65-68.

Schulman, M (1999): "Small and Medium Size Business Markets, an FIBV Working Comite Group Study", Internacional Federtation of Stock Exchanges.

Villalba Cabello y otros (2007): Análisis económico-financiero de la empresa andaluza 2007. Instituto de Análisis Económico y Empresarial de Andalucía. Central de Balances de Andalucía. Málaga

<http://www.bolsasymercados.es/mab> MAB

<http://www.euronext.com> (Alternext)

<http://www.londonstockexchange.com> (AIM)

8

Anexos

Anexo I. CIRCULAR I/2008 MAB



ANEXO 1

Esquema del Documento Informativo de Incorporación al Mercado Alternativo Bursátil (Segmento para Empresas en Expansión)

A continuación se facilita un esquema del contenido mínimo del Documento Informativo de Incorporación al Mercado Alternativo Bursátil, segmento para Empresas en Expansión ("MAB-EE").

1 Portada

- Indicación de que el Documento se ha preparado con ocasión de la admisión a negociación en el MAB-EE de la totalidad de las acciones (o de ciertas clases o series de acciones) emitidas por una determinada Sociedad.
- Invitación a los inversores a leer íntegramente el Documento con anterioridad a cualquier decisión de inversión relativa a los valores.
- Indicación de que ni la Sociedad Rectora del Mercado Alternativo Bursátil ni la CNMV han aprobado o efectuado ningún tipo de verificación o comprobación en relación con el contenido del Documento.
- Referencia al MAB-EE.
- Identidad del Asesor Registrado.

2 Información general y relativa a la compañía y su negocio

- 2.1 Persona o personas (físicas, que deberán tener la condición de administrador) responsables de la información contenida en el Documento. Declaración por su parte de que la misma, según su conocimiento, es conforme con la realidad y de que no aprecian ninguna omisión relevante.
- 2.2 Auditor de cuentas de la sociedad.
- 2.3 Identificación completa de la sociedad (datos registrales, domicilio...) y objeto social.
- 2.4 Breve exposición sobre la historia de la empresa, incluyendo referencia a los hitos más relevantes.
- 2.5 Razones por las que se ha decidido solicitar la admisión a negociación en el MAB-EE.
- 2.6 Descripción general del negocio del emisor, con particular referencia a las actividades que desarrolla, a las características de sus productos o servicios y a su posición en los mercados en los que opera.



- 2.7 Estrategia y ventajas competitivas del emisor.
- 2.8 En su caso, dependencia con respecto a patentes, licencias o similares.
- 2.9 Nivel de diversificación (contratos relevantes con proveedores o clientes, información sobre posible concentración en determinados productos...).
- 2.10 Principales inversiones del emisor en cada ejercicio cubierto por la información financiera aportada (ver punto 2.19) y principales inversiones futuras ya comprometidas a la fecha del Documento.
- 2.11 Breve descripción del grupo de sociedades del emisor. Descripción de las características y actividad de las filiales con efecto significativo en la valoración o situación del emisor.
- 2.12 Referencia a los aspectos medioambientales que puedan afectar a la actividad del emisor.
- 2.13 Información sobre tendencias significativas en cuanto a producción, ventas y costes del emisor desde el cierre del último ejercicio hasta la fecha del Documento.
- 2.14 En el caso de que, de acuerdo con la normativa del Mercado Alternativo Bursátil o a voluntad del emisor, se cuantifiquen previsiones o estimaciones de carácter numérico sobre ingresos y costes futuros (ingresos o ventas, costes, gastos generales, gastos financieros, amortizaciones y beneficio antes de impuestos) se deberá indicar o incluir también lo siguiente²:
 - 2.14.1 Que se han preparado utilizando criterios comparables a los utilizados para la información financiera histórica.
 - 2.14.2 Asunciones y factores principales que podrían afectar sustancialmente al cumplimiento de las previsiones o estimaciones.
 - 2.14.3 Declaración de los administradores del emisor de que las previsiones o estimaciones derivan de análisis efectuados con una diligencia razonable.
- 2.15 Información relativa a los administradores y altos directivos del emisor.
 - 2.15.1 Características del órgano de administración (estructura, composición, duración del mandato de los administradores), que habrá de tener carácter plural.
 - 2.15.2 Trayectoria y perfil profesional de los administradores y, en el caso, de que el principal o los principales directivos no ostenten la condición de administrador, del principal o los principales directivos. En el caso de que alguno de ellos hubiera sido imputado, procesado, condenado o sancionado administrativamente por infracción de la normativa bancaria, del

² La inclusión de este tipo de previsiones y estimaciones implicará el compromiso de informar al mercado, a través del MAB, en cuanto se advierta como probable que los ingresos y costes diferirán significativamente de los previstos o estimados.



mercado de valores o de seguros, se incluirán las aclaraciones y explicaciones, breves, que se consideren oportunas.

2.15.3 Régimen de retribución de los administradores y de los altos directivos (descripción general que incluirá información relativa a la existencia de posibles sistemas de retribución basados en la entrega de acciones, en opciones sobre acciones o referenciados a la cotización de las acciones). Existencia o no de cláusulas de garantía o "blindaje" de administradores o altos directivos para casos de extinción de sus contratos, despido o cambio de control.

2.16 Empleados. Número total; categorías y distribución geográfica.

2.17 Accionistas principales, entendiéndose por tales aquellos que tengan una participación superior al 5% del capital, incluyendo número de acciones y porcentaje sobre el capital.

2.18 Información relativa a operaciones vinculadas.

2.18.1 Información sobre las operaciones vinculadas significativas según la definición contenida en la Orden EHA/3050/2004, de 15 de septiembre³, realizadas durante los dos ejercicios anteriores a la fecha del Documento Informativo de Incorporación. En caso de no existir, declaración negativa. La información se deberá, en su caso, presentar distinguiendo entre tres tipos de operaciones vinculadas:

- (i) operaciones realizadas con los accionistas significativos.
- (ii) operaciones realizadas con administradores y directivos.
- (iii) operaciones realizadas entre personas, sociedades o entidades del grupo.

A efectos de este apartado, se considerarán significativas aquellas operaciones cuya cuantía exceda del 1% de los ingresos o de los fondos propios de la Sociedad (considerando para el cómputo como una sola operación todas las operaciones realizadas con una misma persona o entidad).

2.19 Información financiera.

³ De acuerdo a la Orden EHA/3050/2004 se considera operación vinculada toda transferencia de recursos, servicios u obligaciones entre las partes vinculadas con independencia de que exista o no contraprestación. La Orden se refiere en concreto a compras o ventas de bienes, terminados o no; compras o ventas de inmovilizado, ya sea material, intangible o financiero; prestación o recepción de servicios; contratos de colaboración; contratos de arrendamiento financiero; transferencias de investigación y desarrollo; acuerdos sobre licencias; acuerdos de financiación, incluyendo préstamos y aportaciones de capital, ya sean en efectivo o en especie; intereses abonados o cargados; o aquellos devengados pero no pagados o cobrados; dividendos y otros beneficios distribuidos; garantías y avales; contratos de gestión; remuneraciones e indemnizaciones; aportaciones a planes de pensiones y seguros de vida; prestaciones a compensar con instrumentos financieros propios (planes de derechos de opción, obligaciones convertibles, etc.), y compromisos por opciones de compra o de venta u otros instrumentos que puedan implicar una transmisión de recursos o de obligaciones entre la sociedad y la parte vinculada.



- 2.19.1 Información financiera correspondiente a los últimos tres ejercicios (o al período más corto de actividad del emisor), con el informe de auditoría correspondiente a cada año. Las cuentas anuales deberán estar formuladas con sujeción a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), estándar contable nacional o US GAAP, según el caso, de acuerdo con la Circular de Requisitos y Procedimientos de Incorporación. Deberán incluir, a) balance, b) cuenta de resultados, c) cambios en el neto patrimonial, d) estado de flujos de tesorería y e) políticas contables utilizadas y notas explicativas.
 - 2.19.2 En caso de existir opiniones adversas, negaciones de opinión, salvedades o limitaciones de alcance por parte de los auditores, se informará de los motivos, actuaciones conducentes a su subsanación y plazo previsto para ello.
 - 2.19.3 Descripción de la política de dividendos.
 - 2.19.4 Información sobre litigios que puedan tener un efecto significativo sobre el emisor.
- 2.20 Factores de riesgo (Como conclusión de esta primera parte, relativa a la compañía y a su negocio, se destacarán los principales factores de riesgo que habrán de tenerse en cuenta por los inversores al adoptar su decisión de inversión. Se intentará no reflejar más de tres, dando preferencia al seleccionarlos a dos criterios: mayor relevancia y menor obviedad para el público en general).

3 Información relativa a las acciones

- 3.1 Número de acciones cuya admisión se solicita, valor nominal de las mismas. Capital social, indicación de si existen otras clases o series de acciones y de si se han emitido valores que den derecho a suscribir o adquirir acciones.
- 3.2 Grado de difusión de los valores. Descripción, en su caso, de la posible oferta previa a la admisión que se haya realizado y de su resultado.
- 3.3 Características principales de las acciones y los derechos que incorporan. Incluyendo mención a posibles limitaciones del derecho de asistencia, voto y nombramiento de administradores por el sistema proporcional.
- 3.4 En caso de existir, descripción de cualquier condición a la libre transmisibilidad de la acciones estatutaria o extra-estatutaria compatible con la negociación en el MAB-EE.
- 3.5 Pactos parasociales entre accionistas o entre la sociedad y accionistas que limiten la transmisión de acciones o que afecten al derecho de voto.
- 3.6 Compromisos de no venta o transmisión, o de no emisión, asumidos por accionistas o por la Sociedad con ocasión de la admisión a negociación en el MAB-EE.



- 3.7 Las previsiones estatutarias requeridas por la regulación del Mercado Alternativo Bursátil relativas a la obligación de comunicar participaciones significativas y los pactos parasociales y los requisitos exigibles a la solicitud de exclusión de negociación en el MAB y a los cambios de control de la sociedad.
- 3.8 Descripción del funcionamiento de la Junta General.
- 3.9 Proveedor de liquidez con quien se haya firmado el correspondiente contrato de liquidez y breve. Descripción de su función.
- 4 Otras informaciones de interés**

Cualquier otra información que, en función de las características y actividad propia de la sociedad o por otras razones, se considere pueda resultar de especial interés para los inversores (en su caso, y entre otras cuestiones, podría incluirse aquí información sobre el sistema de gobierno corporativo de la sociedad).
- 5 Asesor Registrado y otros expertos o asesores.**
 - 5.1 Información relativa al Asesor Registrado.
 - 5.2 En caso de que el documento incluya alguna declaración o informe de tercero emitido en calidad de experto se deberá hacer constar, incluyendo cualificaciones y, en su caso, cualquier interés relevante que el tercero tenga en el emisor.
 - 5.3 Información relativa a otros asesores que hayan colaborado en el proceso de incorporación al MAB-EE.

Anexo 2. CIRCULAR 2/2007 MAB



CIRCULAR 2/2007

TARIFAS APLICABLES EN EL EJERCICIO 2008

En su reunión de 27 de noviembre de 2007, el Consejo de Administración del Mercado Alternativo Bursátil, ha aprobado las siguientes tarifas para el ejercicio 2008.

1. ALTA

a) Valores emitidos por SICAV

Por la incorporación al Mercado de los valores emitidos por Sociedades de Inversión de Capital Variable, del importe nominal del capital suscrito y desembolsado en el momento de la incorporación y del incremento que experimente en relación con el último día de cada año natural, sin tener en cuenta las variaciones en el período intermedio, aquellas satisfarán el 0,5 por mil con un máximo de 15.000€. Esta tarifa incluye también la incorporación al registro de anotación en cuenta de Iberclear o, en su caso, de los servicios de registro de las Bolsas de Barcelona, Bilbao y Valencia.

Esta tarifa no será aplicable a las Sociedades de Inversión de Capital Variable que, teniendo admitidas sus acciones a negociación en una Bolsa española, decidan modificar ese régimen de negociación, excluyendo sus acciones de negociación en Bolsa y solicitando su incorporación al Mercado Alternativo Bursátil, por lo que sólo satisfarían la tarifa por incrementos posteriores del capital.

b) Valores emitidos por entidades de capital riesgo

Por la incorporación al Mercado de los valores emitidos por ECR, se satisfará un 0,5 por mil sobre el patrimonio total del fondo o de la sociedad. Igual tarifa se satisfará sobre el valor de mercado de las participaciones o acciones emitidas con ocasión de aumentos del número de participaciones del fondo o ampliaciones de capital de la sociedad.

c) Valores emitidos por empresas en expansión

Por la incorporación al Mercado de los valores emitidos por empresas en expansión, se satisfará una tarifa fija de 6.000 € más una variable de 0,5 por mil sobre el importe nominal admitido a negociación. Igual tarifa variable se satisfará sobre el importe nominal de los valores emitidos con ocasión de ampliaciones de capital.



2. SERVICIOS DE MANTENIMIENTO

a) Valores emitidos por SICAV

Los servicios de mantenimiento incluyen:

- Servicio de mantenimiento de la SICAV en el sistema de contratación electrónico del mercado.
- Servicio de acceso a los medios de información, que comprende la publicación de precios, valores liquidativos y anuncios en el Boletín de cotización y la difusión automática de dicha información a medios de comunicación y redifusores de información.
- Servicio de construcción y mantenimiento de página web para la SICAV.
- Servicio de Mantenimiento en el registro de anotación en cuenta de Iberclear o, en su caso, de los servicios de registro de las Bolsas de Barcelona, Bilbao y Valencia.

Por estos conceptos cada SICAV satisfará una cantidad fija anual de 650 euros. En el caso de las SICAVS gestionadas por una misma SGIIC, la cantidad a facturar, a cada una de las SICAVS administradas, será el importe medio de los distintos importes resultantes de aplicar el siguiente escalado por número de SICAVS:

| | |
|--------------------|-------|
| Hasta 50 SICAV | 650 € |
| De 50 a 100 SICAV | 585 € |
| De 100 a 200 SICAV | 553 € |
| De 200 a 300 SICAV | 520 € |
| De 300 a 400 SICAV | 488 € |
| Más de 400 SICAV | 455 € |

b) Valores emitidos por entidades de capital riesgo

Los servicios de mantenimiento incluyen:

- Servicio de mantenimiento de la ECR en el sistema de contratación electrónico del mercado.
- Servicio de acceso a los medios de información, que comprende la publicación de precios, volúmenes y anuncios en el Boletín de cotización y la difusión automática de dicha información a medios de comunicación y redifusores de información.

Por estos conceptos cada ECR satisfará anualmente un 0,05 por mil sobre el valor de mercado de sus participaciones o acciones al cierre de la última sesión del ejercicio anterior.



c) Valores emitidos por empresas en expansión

Los servicios de mantenimiento incluyen:

- Servicio de mantenimiento de la emisora en el sistema de contratación electrónico del mercado.
- Servicio de acceso a los medios de información, que comprende la publicación de precios, volúmenes y anuncios en el Boletín de cotización y la difusión automática de dicha información a medios de comunicación y redifusores de información.

Por estos conceptos la entidad emisora satisfará una cantidad fija anual de 6.000 euros.

3. BAJA

a) Valores emitidos por SICAV

Por exclusión del mercado de los valores emitidos por SICAVS, éstas satisfarán una cantidad fija de 1.500 €.

b) Valores emitidos por entidades de capital riesgo

Por exclusión del mercado de los valores emitidos por ECR, éstas satisfarán un 0,5 por mil sobre el valor de mercado, con un mínimo de 1.500 y un máximo de 6.000 €.

c) Valores emitidos por empresas en expansión

Por exclusión del mercado de los valores emitidos por empresas en expansión, éstas satisfarán un 0,5 por mil sobre el valor de mercado, con un mínimo de 1.500 y un máximo de 6.000 €.

4. ADMISIÓN DE ENTIDADES PARTICIPANTES

Cada entidad participante satisfará una tarifa de admisión al Mercado Alternativo Bursátil que ascenderá a 30.000 euros.

Esta tarifa tendrá la consideración de condición necesaria para que la entidad participante pueda dar comienzo a sus operaciones en el MAB y se satisfará por una sola vez, con carácter irrevocable y sin que dé derecho a devolución alguna en el supuesto de que la entidad se dé ulteriormente de baja como entidad participante, con independencia de la causa a la que esa baja responda.



5. ASESOR REGISTRADO

Los Asesores Registrados satisfarán una tarifa anual por el mantenimiento en el registro que ascenderá a 12.000 €.

6. CANON POR OPERACIONES

Para el efectivo negociado en el día por un mismo cliente final, valor, precio y sentido, la cantidad que resulte de aplicar la siguiente escala:

| NEGOCIACIÓN (*) | |
|---------------------|------------------|
| Tramo (en €) | Tarifa Aplicable |
| Hasta 300 | 1,10 € |
| De 300 a 3.000 | 2,45 € + 2,4PB |
| De 3.000 a 35.000 | 4,65 € + 1,2PB |
| De 35.000 a 70.000 | 6,40 € + 0,7PB |
| De 70.000 a 140.000 | 9,20 € + 0,3PB |
| Desde 140.000 | 13,40 € |

(*) Si la suma de esta tarifa para un mismo cliente final, valor y sentido es superior a 100€, se tomará el importe menor de entre las siguientes cantidades:

- 1 Punto Básico (1/10.000) sobre el efectivo negociado (con un mínimo de 100€).
- La tarifa ya calculada.
- 300€ (tarifa máxima).

Las operaciones especiales tendrán un canon fijo adicional de 110 euros.

Madrid, 27 de noviembre de 2007

EL SECRETARIO

Ignacio Olivares Blanco

Anexo 3. CIRCULAR 2/2008 MAB



ANEXO 1

Listado informativo no exhaustivo y puramente indicativo de informaciones relevantes o de interés a publicar, con carácter inmediato, por las Sociedades que se negocien en el MAB-EE

(CESRr JULIO 2007)

1. Operaciones relacionadas con el capital social o la emisión de obligaciones. Decisiones de aumento o disminución del capital.
2. Modificación de los Estatutos Sociales. Fusiones, desdoblamientos (splits) y escisiones (spin off).
3. Adquisición o transmisión de participaciones u otros activos o ramas de actividad.
4. Revocación o cancelación de líneas de crédito por uno o más bancos.
5. Fecha de pago de dividendos, su importe, cambios en la política de pago de dividendos.
6. Decisiones relativas a programas de recompra de acciones u operaciones en otros instrumentos financieros admitidos a negociación.
7. Cambios en el control y acuerdos de dominio.
8. Cambios en el Consejo de Administración.
9. Cambios en la regulación institucional del sector con incidencia significativa en la situación económica o financiera de la Sociedad o del Grupo.
10. Litigios significativos.
11. Insolvencia de los deudores relevantes.
12. Variación, respecto del último ejercicio, de los principios contables, criterios de valoración y métodos de cálculo de las correcciones de valor, con incidencia significativa en los estados financieros de la Sociedad o del Grupo. Adicionalmente, información y, en su caso, subsanación de posibles salvedades o limitaciones al alcance del informe de auditoría.
13. Reestructuración o reorganizaciones que tengan un efecto en el balance, la posición financiera, la cuenta de pérdidas y ganancias del emisor.
14. Cambio de auditores, asesor registrado y proveedor de liquidez o cualquiera otra información relacionada con la actividad de estos.
15. Disolución o verificación de una causa de disolución.
16. Convocatoria de la junta general de accionistas.



17. Cambios en la predicción de beneficios o pérdidas.
18. Nuevas licencias, patentes, marcas registradas.
19. Cambios relevantes en el valor de los activos.
20. Órdenes relevantes recibidas de clientes, su cancelación o cambios importantes.
21. Cambios relevantes en la política de inversión del emisor.
22. Acuerdo de solicitud de exclusión del mercado.
23. Retirada o entrada en nuevas áreas de negocio.
24. Actividad comercial de la sociedad.
25. Reorganización del negocio de la actividad sustancial.

Anexo 4. CIRCULAR 1/2008 MAB de 22 de enero



Sociedad de Gestión de los Sistemas
de Registro, Compensación y Liquidación
de Valores, S.A., Sociedad Unipersonal

Circular nº 1/2008, de 22 de enero

MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL

REGISTRO CONTABLE, COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE OPERACIONES SOBRE
ACCIONES EMITIDAS POR EMPRESAS EN EXPANSIÓN

El artículo 4º del Reglamento del Mercado Alternativo Bursátil (en adelante MAB), prevé que se incorporen al MAB los valores o instrumentos financieros que, por sus especiales características, requieran un régimen singularizado de contratación, compensación, liquidación y registro, alternativo al que se les aplicaría si estuviesen admitidos a negociación en Bolsa.

El MAB ha diseñado un segmento que acogerá la negociación de acciones de empresas de reducida capitalización que deseen tener una presencia significativa en el mercado de valores y decidan, para ello, incorporar sus acciones al aludido segmento, para lo que se han venido considerando las especialidades que derivan, a su vez, de las singularidades de tales valores y de sus entidades emisoras.

Esos trabajos han incluido los aspectos relativos a la compensación y liquidación de las operaciones y al registro de los valores incorporados a ese nuevo segmento, partiendo de que el Reglamento del MAB prevé que las operaciones que en él se concierten serán compensadas y liquidadas a través del procedimiento que establezca y gestione IBERCLEAR (artículo 23), y, en relación con el registro de los valores incorporados al Mercado Alternativo Bursátil, contempla que se llevará a cabo mediante el procedimiento que establezcan y gestionen IBERCLEAR y los servicios de registro existentes en las Bolsas de Valores de Barcelona, Bilbao y Valencia (artículo 24). A ello hay que añadir que esos procedimientos de registro, compensación y liquidación deberán contar con la previa autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, habrán de ajustarse a los procedimientos que se apliquen, con carácter general, al registro, compensación y liquidación de valores negociados en las Bolsas españolas de Valores y podrán contemplar las especialidades necesarias.

Aplicando ese marco general de referencia al caso concreto de las acciones emitidas por las citadas empresas, y con independencia de incluir en la presente Circular las oportunas previsiones en relación con el procedimiento de compensación y liquidación de las operaciones que se efectúen en el aludido nuevo segmento del MAB, IBERCLEAR y los aludidos servicios de registro han diseñado el procedimiento de registro que se aplicará a ese concreto supuesto y, al igual que hicieron en el caso de las acciones de las Sociedades de Inversión de Capital Variable incorporadas al Mercado Alternativo Bursátil y de las

Palacio de la Bolsa
Plaza de la Lealtad, 1
28014 Madrid
Tel.: +34 91 709 52 10
Fax: +34 91 709 52 50



ÁREA DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN



participaciones y acciones emitidas por Fondos y Sociedades de Capital Riesgo, han entendido que debía distribuir entre ellos las responsabilidades de llevanza del registro.

Al servicio de tales objetivos, la presente Circular tiene por objeto aprobar las normas que regularán el registro, compensación y liquidación de las acciones de empresas de reducida capitalización susceptibles de incorporarse al segmento Empresas en Expansión del MAB así como las tarifas que les resultarán de aplicación.

En su virtud, el Presidente del Consejo de Administración de IBERCLEAR, en ejercicio de las facultades delegadas por el Consejo de Administración en su reunión del 30 de noviembre de 2007, ha aprobado lo siguiente:

Norma 1.º.- Régimen aplicable a la compensación y liquidación de las operaciones sobre acciones emitidas por entidades de reducida capitalización incorporadas al Mercado Alternativo Bursátil

La compensación y liquidación de las operaciones sobre acciones emitidas por entidades de reducida capitalización representadas mediante anotaciones en cuenta e incorporadas al MAB se regirán por las previsiones que las Normas 1ª, 2ª y 3ª de la Circular nº 2/2006, de 23 de marzo, de IBERCLEAR, sobre registro contable y compensación y liquidación de operaciones sobre acciones de las Sociedades de Inversión de Capital Variable, dedican a las actividades de compensación y liquidación de operaciones.

Norma 2.º.- Régimen aplicable al registro de las acciones de las entidades de reducida capitalización incorporadas al Mercado Alternativo Bursátil

El registro de las acciones de entidades de reducida capitalización representadas mediante anotaciones en cuenta e incorporadas al MAB se regirá por las previsiones que las Normas 1ª, 2ª y 3ª de la Circular nº 2/2006, de 23 de marzo, de IBERCLEAR, sobre registro contable y compensación y liquidación de operaciones sobre acciones de las Sociedades de Inversión de Capital Variable, dedican al registro de valores, con excepción del apartado primero de la Norma 1ª.

El registro de esas acciones será llevado a cabo por IBERCLEAR y los servicios de registro existentes en las Bolsas de Valores de Barcelona, Bilbao y Valencia, quienes coordinarán sus respectivas actuaciones, correspondiendo a un servicio concreto actuar en relación con todos los valores emitidos por cada una de tales entidades.



ÁREA DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN



El servicio concreto que actuará respecto de cada una de las citadas entidades emisoras se fijará atendiendo a las exigencias derivadas del ámbito en que cada una de ellas lleve a cabo sus actividades.

Norma 3ª.- Tarifas

Resultarán de aplicación a las acciones de entidades de reducida capitalización incorporadas al MAB las tarifas aprobadas por la Circular de tarifas y penalizaciones de IBERCLEAR, para los valores y operaciones que se registren y liquiden en el sistema de compensación y liquidación al que se refiere la letra c) del artículo 8 de la Ley 41/1999, de 12 de noviembre.

DISPOSICIÓN ADICIONAL

Se autoriza el desarrollo mediante Instrucción de cuantos aspectos operativos, procedimentales y documentales sean precisos para la efectiva implantación de lo en ella previsto.

DISPOSICIÓN FINAL

La presente Circular entrará en vigor al día siguiente al de su publicación en los Boletines Oficiales de Cotización.

Madrid, 22 de enero de 2008

Juan de Dios Pérez Fernández

Director General Adjunto



ÁREA DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN

Anexo 5. Asesores Registrados en España

EMPRESAS EN EXPANSION

ASESORES REGISTRADOS

4/11/2008

| EMPRESA | CONTACTO | TELÉFONO | EMAIL |
|--|-------------------------------------|-----------------|------------------------------------|
| ABANTE ASESORES DISTRIBUCIÓN A.V, S.A | Mª de las Viñas Herrera Hernampérez | 91 781 57 50 | mherrera@abanteasesores.com |
| | Marta Elizaguirre Cavestany | 91 781 57 50 | meizaguirre@abanteasesores.com |
| ACA, S.A. Sociedad de Valores | Marta Garcia Lupiañez | 93 390 49 60 | asesomab@acavalores.es |
| | Valentín Cerdán Villena | 93 390 49 69 | vcerdan@acavalores.es |
| AMBERS CO XXI, S.A. | Jesús Soto | 91 411 96 00 | jesus.soto@ambersco.com |
| | Rafael Roldán | 91 411 96 00 | rafael.roldan@ambersco.com |
| ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (AFI) | Mónica Guardado Rodríguez | 91 520 01 00/02 | mguardado@afi.es |
| | Virginia González Pérez | 91 520 01 00/02 | |
| ARCANO CORPORATE, S.L. | Alvaro de Remedios | 91 353 21 40 | aderemedios@arcano.es |
| | Constantino Gómez Lavín | 91 353 21 40 | cgomez@arcano.es |
| AUDIHISPANA GRANT THORNTON, S.L. | Carlos Villabona de la Fuente | 93 206 39 00 | cvillabona@ahgt.es |
| | David M. Radley Searle | 91 576 39 99 | draleysearle@ahgt.es |
| CONFIVENDIS (Consultores Estratégicos de Finanzas y Gestión, S.L.) | Carlos López Casas | 91 662 90 66 | carlos.lopez@confivendis.es |
| | Roberto Martínez Roldán | 91 662 90 66 | roberto.martinez@confivendis.es |
| DCM ASESORES Dirección y Consultoría de Mercados, S.L. | David Carro Meana | 881 89 60 49 | david.carro@dcmasesores.es |
| | José Luis Macía Sarmiento | 881 89 60 49 | jose Luis.macia@dcmasesores.es |
| DELOITTE, S.L | Gloria Hernandez Aler | 91.582.09.00 | ghernandezaler@deloitte.es |
| | Sara Gutiérrez Campiña | 91.582.09.00 | sgutierrezcampina@deloitte.es |
| GENERAL DE VALORES Y CAMBIOS, S.V | Carmen Hortalá | 93 467 80 80 | chiv@gvc.es |
| | Jesús Muela | 93 467 80 80 | jesus.muela@gvc.es |
| NORDKAPP INVERSIONES, S.V. | Mario Lapuente Ballen | 91 432 39 10 | mariolapuente@nordkapp.es |
| | Pedro Alonso Stuyck | 96 351 13 12 | pedroalonso@nordkapp.es |
| ONE TO ONE CAPITAL PARTNERS, S.L. | Dominique Gazel-Anthoine | 91 183 48 58 | dominique.gazel@onetoone.es |
| | Javier Toro | 91 183 48 58 | Javier.toro@onetoone.es |
| PRICE WATERHOUSE COOPERS, ASESORES DE NEGOCIO, S.L. | Gemma Moral Marcos | 91 568 44 67 | gemma.moral@es.ilandwellglobal.com |
| | Rocio Fernández Funcia | 91 568 50 52 | roci Fernandez@es.pwc.com |
| RENTA 4 Sociedad de Valores, S.A. | Jesús Sánchez Quiñones González | 91 384 85 00 | jsq@renta4.es |
| | Luis F. Armangué Villegas | 91 384 85 00 | larmanque@renta4.es |
| RIVA Y GARCÍA - 1877, S.V., S.A. | Ignacio Garcia-Nieto Portabella | 93 270 12 12 | igarcia-nieto@rivaygarcia.es |
| | Simó Rodríguez Brassó | 93 270 12 12 | srodriguez@rivaygarcia.es |
| SOLVENTIS, S.G.C, S.A | Alberto Moro Suárez | 93 200 95 78 | amoros@solventis.es |
| | José Luis Moreno | 93 200 95 78 | jlmorono@solventis.es |

Anexo 6. Encuesta sobre la Financiación y Acceso al MAB de la Empresa Andaluza



Martes, 25 de noviembre de 2008

Encuesta sobre la financiación de la empresa andaluza, en colaboración con la CEA

■ Encuesta sobre la financiación de la empresa andaluza

1.- ¿Cuál es el nombre de su empresa?

Respuesta

2.- ¿Cuál es su cargo en la empresa?

Respuesta

3.- Marque los tipos de financiación utilizados en su empresa según su importancia

| | Muy Importante | Importante | Poco Importante | No se utiliza |
|---|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Préstamos a más de un año | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Préstamos a menos de un año | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Descuento de efectos o factoring | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Proveedores a corto plazo | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Descubierto bancario | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Leasing/renting | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Emisiones de títulos de renta fija: pagarés, bonos, etc | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Aportaciones de capital de nuevos socios individuales | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Aportaciones de sociedades de capital riesgo | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Subvenciones | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |

4.- Según usted, el acceso a la financiación bancaria es

Muy fácil
 Relativamente Fácil
 Relativamente difícil
 Muy difícil

5.- Seleccione los dos problemas más importantes a la hora de obtener la financiación bancaria

Las exigencias de información del banco son muy altas
 Las garantías son muy altas
 Los tipos de interés exigidos son muy elevados
 Los trámites administrativos que exigen los bancos son muy elevados
 Otros

6.- Está de acuerdo con esta frase: Los bancos no quieren asumir riesgos en las empresas en las que prestan recursos

Muy de acuerdo
 De acuerdo
 En desacuerdo
 Muy en desacuerdo

- 7.- Las entidades financieras con las que trabaja le proporcionan apoyo suficiente con relación a sus necesidades de financiación
- Muy de acuerdo
 - De acuerdo
 - En desacuerdo
 - Muy en desacuerdo
- 8.- Considera indispensable la financiación bancaria para hacer frente a sus proyectos de expansión
- Muy de acuerdo
 - De acuerdo
 - En desacuerdo
 - Muy en desacuerdo
- 9.- Tiene usted financiación suficiente para realizar todos los proyectos de inversión que se le plantean:
- Para todos
 - Para algunos
 - Para ninguno
- 10.- Para financiar sus proyectos de inversión utiliza normalmente fondos internos (beneficios retenidos) en un porcentaje:
- Más del 75% de la inversión
 - Entre un 75 y un 50%
 - Entre un 50 y un 25%
 - Menos de un 25%
- 11.- Si tuviera un plan de expansión importante para su empresa, ¿recurriría a entidades de capital riesgo para obtener financiación?
- Sí, sin dudarlo
 - Sólo si no tuviese acceso a otro tipo de financiación
 - Ahora no, pero en el futuro lo estudiaría.
 - En ningún caso
- 12.- Si tuviera un plan de expansión importante para su empresa, ¿recurriría a los mercados bursátiles para obtener financiación?
- Sí, sin dudarlo
 - Sólo si no tuviese acceso a otro tipo de financiación
 - No, porque pertenece a un grupo empresarial que ya cotiza
 - Ahora no, pero en el futuro lo estudiaría
 - En ningún caso
- 13.- ¿Conoce usted el mercado alternativo bursátil para PYMES recientemente creado en España?
- Sí
 - No
- 14.- Señale la importancia de las posibles barreras percibidas para cotizar en un mercado alternativo bursátil
- | | Muy importante | Algo importante | Poco importante | Nada importante |
|--|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| Mi empresa es demasiado pequeña | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| No es relevante para su negocio | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| El proceso consume mucho tiempo | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Las exigencias para entrar | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Demasiado caro | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Dilución de las acciones | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Valoraciones del mercado muy bajas para PYMES | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Ausencia/poca de liquidez en el mercado | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Examen previo del mercado | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Dificultades para manejarse/ comprender el mercado | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |
| Pérdida del control | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> | <input type="checkbox"/> |

15.- Señale la importancia de las posibles ventajas percibidas para que su empresa cotice en un mercado alternativo bursátil

| | Muy importante | Algo importante | Poco importante | Nada importante |
|--|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Aceso a recursos financieros | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Para adquirir empresas o participaciones | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Mejoras en la imagen de la empresa | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Oportunidades de expansión | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Costo de los recursos | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Ofrecer gratificaciones basadas en acciones a los trabajadores | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Valoración objetiva de la empresa | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Aceso a los mercados internacionales | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| No garantías requeridas | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |

16.- ¿Tiene su empresa una ratio óptima de deuda /capitales propios?

- Sí y se ajusta a él de manera rígida
- Tiene un rango de valores alrededor del cual se mueve
- Tiene un ratio muy flexible
- No

17.- Señale qué factores considera a la hora de determinar el nivel apropiado de deuda de su empresa y su importancia

| | Muy importante | Importante | Poco imp. | Nada imp. |
|--|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| La volatilidad de sus ganancias o cash-flow | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| El ahorro fiscal asociado a los intereses de la deuda | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Los niveles de deuda de otras empresas del sector | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Los costes potenciales de insolvencia y quiebra | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Mantener el ratio objetivo de deuda y capital propios | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| La empresa prefiere evitar la deuda para mantener su flexibilidad financiera intacta | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Si los recursos internos son insuficientes recurre a la deuda | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Si los recursos internos son insuficientes y no puede emitir acciones recurre a la deuda | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Limitar niveles de deuda para evitar que clientes y proveedores se preocupen | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Dar a sus aportantes de recursos una mejor impresión que si emite acciones | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |

18.- Señale qué factores considera importantes o muy importantes a la hora de elegir entre deuda a corto plazo y deuda a largo plazo

- Ligar los plazos de la deuda a la vida de los activos
- Pido deuda a largo plazo para minimizar el riesgo de tener que refinanciarse en los malos tiempos
- Utilizar deuda a corto plazo cuando los tipos de interés a corto son más bajos que los tipos a largo
- Utilizar deuda a corto plazo cuando se espera que los tipos de interés a largo plazo se reduzcan
- Endeudarse a corto plazo reduce las ganas de que la empresa quiera llevar a cabo proyectos muy arriesgados
- Endeudarse a corto plazo para que la rentabilidad de los nuevos proyectos pueda ser capturada casi en su totalidad por los accionistas, evitando los pagos por intereses a lo largo del tiempo que supondría la deuda a largo

19.- ¿Qué métodos de valoración utiliza para valorar sus proyectos de inversión?

| | Siempre | Casi siempre | Casi nunca | Nunca |
|--|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Valor capital | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Tasa interna de rentabilidad | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Plazo de recuperación | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Tasa de rentabilidad contable | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Análisis de sensibilidad u Opciones reales | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |

20.- ¿Ha sido valorada su empresa alguna vez? (puede seleccionar varios alternativos) [ayuda](#)

- Sí, por necesidades de financiación

- Sí, por motivos legales
- Sí, por salida o entrada de socios
- Sí, por otros motivos
- Nunca

21.- En caso de que la pregunta anterior fuese afirmativa, ¿qué método de valoración utilizó?

| | Siempre | Casi siempre | casi nunca | Nunca |
|-------------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Valoración teórica contable | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Valoración por múltiplos | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Modelo de descuento de flujos | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Otros | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |

Universidad de Sevilla

Opina: gestor de encuestas v1.0.8
 Copyright (C) 2005-2007 Opina Development Team

Listado de Tablas y Figuras

CAPÍTULO 1. LOS MERCADOS ALTERNATIVOS BURSÁTILES PARA EMPRESAS DE REDUCIDA CAPITALIZACIÓN

Figura 1.1.-Fases de desarrollo de la PYME y origen de los recursos.

Figura 1.2.- Los mercados alternativos bursátiles: una comunidad de intereses.

CAPITULO 2. EL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL ESPAÑOL

Figura 2.1.- Número de empresas que cotizan en el Segundo Mercado (1995-2007).

Figura 2.2.- Volúmenes de capitalización de la renta variable en el Segundo Mercado (1995-2007).

Figura 2.3.- Contratación de le renta variable en el Segundo Mercado (1995-2007).

Tabla 2.1.- Requisitos aplicables a las entidades emisoras.

Tabla 2.2.- Requisitos aplicables a los accionistas de referencia.

Figura 2.4.- Procedimiento de incorporación.

Tabla 2.3.- Tarifas aplicables en el ejercicio 2008.

Tabla 2.4.- Información a suministrar por las entidades emisoras.

Figura 2.5.- Sistema Fixing y Mercado abierto.

Figura 2.6.- Características de las Órdenes.

Figura 2.7.- Formación de Precios.

Tabla 2.5.- Negociación por Bloques.

Tabla 2.6.- Operaciones Especiales.

Tabla 2.7.- Requisitos Asesores Registrados.

Tabla 2.8.- Funciones de los Asesores Registrados.

Tabla 2.9.- Aspectos principales sobre los Proveedores de Liquidez.

Tabla 2.10.- Contratos de liquidez empresas españolas.

CAPÍTULO 3. MERCADOS ALTERNATIVOS BURSÁTILES EN EL CONTEXTO INTERNACIONAL

Tabla 3.1.- Mercados para pequeñas y medianas empresas a nivel mundial.

Tabla 3.2.- Número de Empresas en los Mercados Europeos.

Figura 3.1.- Evolución del número total de empresas que cotizan en el mercado AIM.

Figura 3.2.- Capitalización bursátil del total de las empresas de mercado AIM.

Figura 3.3.- Capitalización bursátil del total de las empresas de mercado AIM.

Figura 3.4.- Número de empresas según capitalización, 2007.

Figura 3.5.- Capital conseguido por parte de las empresas del mercado AIM.

Figura 3.6.- Distribución por sectores en función de la capitalización, 2007.

Figura 3.7.- Procedencia de las empresas que cotizan en el mercado AIM.

Figura 3.8.- Distribución por países en función del número de empresas, 2007.

Figura 3.9.- Número total de empresas que cotizan en el mercado Alternext.

Figura 3.10.- Capitalización bursátil del total de las empresas de mercado Alternext.

Figura 3.11.- Capital conseguido por parte de las empresas del mercado Alternext.

Tabla 3.3.- Comparación en función de las características del mercado.

Tabla 3.4.- Requisitos a cumplir por el asesor registrado.

Tabla 3.5.- Requisitos a cumplir por el emisor para acceder al mercado.

Tabla 3.6.- Exigencias para acceder y permanecer en el mercado.

CAPÍTULO 4. EMPRESAS ANDALUZAS CON OPCIONES PARA COTIZAR EN EL MAB: ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO

Figura 4.1.- Número de Empresas (2002-2008).

Figura 4.2.- Número de empresas por provincias en Andalucía.

Figura 4.3.- Crecimiento de empresas por Comunidades.

Figura 4.4.- Crecimiento de empresas por Provincias.

Tabla 4.1.- Definición del tamaño empresarial.

Tabla 4.2.- Definición del sector de actividad.

Tabla 4.3.- Empresas Andaluzas en función del tamaño y sector.

Figura 4.5.- Número de empresas por provincias en Andalucía de la muestra.

Tabla 4.4.- Estructura económica de las Empresas Andaluzas seleccionadas.

Figura 4.6.- Histograma Af/At 2006.

Figura 4.7.- Histograma Fondo de Maniobra 2006.

Figura 4.8.- Histograma Periodo Medio de Cobro 2006.

Figura 4.9.- Histograma Periodo Medio de Pago 2006.

Figura 4.10.- Histograma Af/At 2006 en función del tamaño empresarial.

Figura 4.11.- Relación Af/At 2006 en función del sector.

Figura 4.12.- Fondo de Maniobra 2006 en función del tamaño empresarial (miles €).

Figura 4.13.- Periodo Medio de Cobro y de Pago en función del tamaño empresarial (2006).

Figura 4.14.- Fondo de Maniobra 2006 en función del sector de actividad (miles €).

Figura 4.15.- Diferencia entre Periodo Medio de Pago y de Cobro en función del sector de actividad (2006).

Tabla 4.6.- Estructura económica de las Empresas Andaluzas por Provincias.

Figura 4.16. Histograma de la vida de las empresas andaluzas seleccionadas.

Tabla 4.7.- Estructura Financiera 2006.

Figura 4.17.- Histogramas de variables de Estructura Financiera 2006.

Figura 4.18.- Histogramas FP 2006 en función del tamaño.

Figura 4.19.- L 2006 en función del tamaño.

Tabla 4.7.- Acreed/Pc 2006 en función tamaño empresarial.

Figura 4.20.- Histogramas FP 2006 en función del sector.

Figura 4.21.-Histogramas L 2006 en función del sector.

Figura 4.22.- Histogramas Acreed/Pc 2006 en función del sector.

Tabla 4.8.- Ratios de Endeudamiento por Provincias.

Figura 4.23.- Histogramas renta y rentabilidad 2006.

Figura 4.24.- Histogramas I/CF 2006 en función del Tamaño.

Figura 4.25. Histogramas R 2006 en función del Tamaño.

Figura 4.26.- Histogramas r 2006 en función del Tamaño.

Figura 4.27.- Histogramas I/CF 2006 en función del Sector.

Figura 4.28.- Histogramas R 2006 en función del Sector.

Tabla 4.9.- Rentabilidad de Activo y Financiera por Provincias.

Tabla 4.10.- Ratios de las empresas andaluzas con posibilidades de cotizar en el MAB en función del tamaño (2006).

Tabla 4.11.- Ratios de las empresas andaluzas con posibilidades de cotizar en el MAB en función del tamaño (2006).

CAPITULO 5. ANÁLISIS EMPÍRICO SOBRE LAS POSIBILIDADES DEL MERCADO ALTERNATIVO BURSÁTIL EN ANDALUCÍA

Gráfico 5.1.- Importancia de las diferentes fuentes financieras.

Tabla 5.1.- Fuentes financieras utilizadas por la empresa.

Gráfico 5.2.- Dificultad en el acceso a la financiación bancaria.

Gráfico 5.3.- Dificultad en el acceso a la financiación bancaria.

Gráfico 5.4.- Las entidades bancarias no quieren asumir riesgos.

Gráfico 5.5.- Las entidades financieras con las que trabajan proporcionan apoyo suficiente.

Gráfico 5.6.- Necesidad de financiación bancaria para hacer frente a los planes de expansión.

Gráfico 5.7.- Financiación disponible para los planes de expansión.

Gráfico 5.8.- Utilización de fondos internos en los planes de expansión.

Gráfico 5.9.- Actitud ante el capital riesgo.

Gráfico 5.10.- Actitud ante la financiación bursátil.

Gráfico 5.11.- Conocimiento del MAB.

Gráfico 5.12.- Barreras de entrada a los mercados bursátiles.

Gráfico 5.13.- Ventajas de acceder a la cotización bursátil.

Tabla 5.2.- Barreras para cotizar en un mercado alternativo bursátil.

Tabla 5.3.- Beneficios ligados a cotizar en un mercado de valores.



El Mercado Alternativo Bursátil: Una Oportunidad para Andalucía



Colabora:

